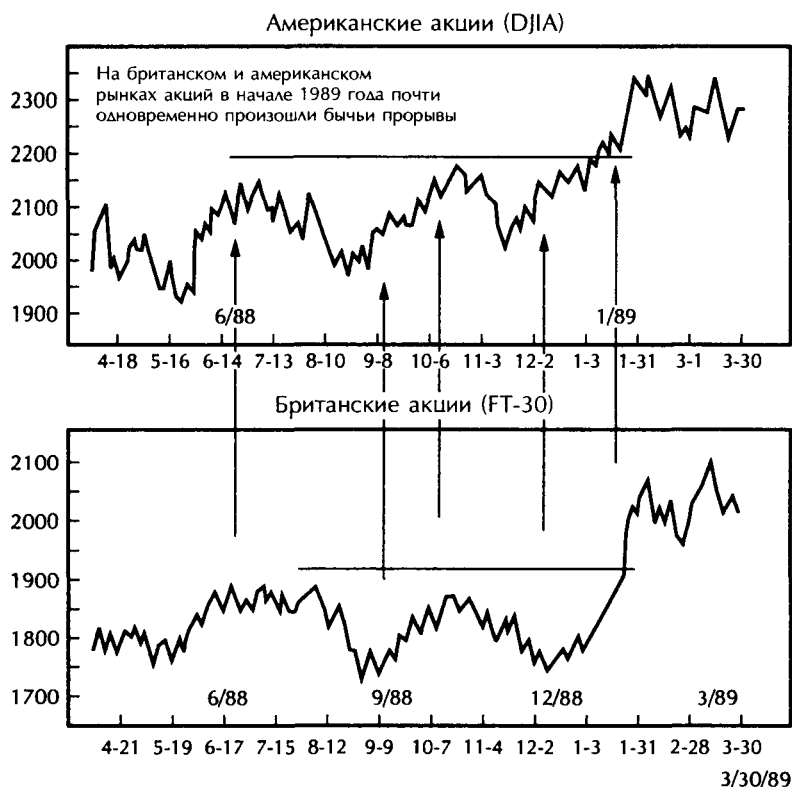


VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

РИСУНОК 8.9

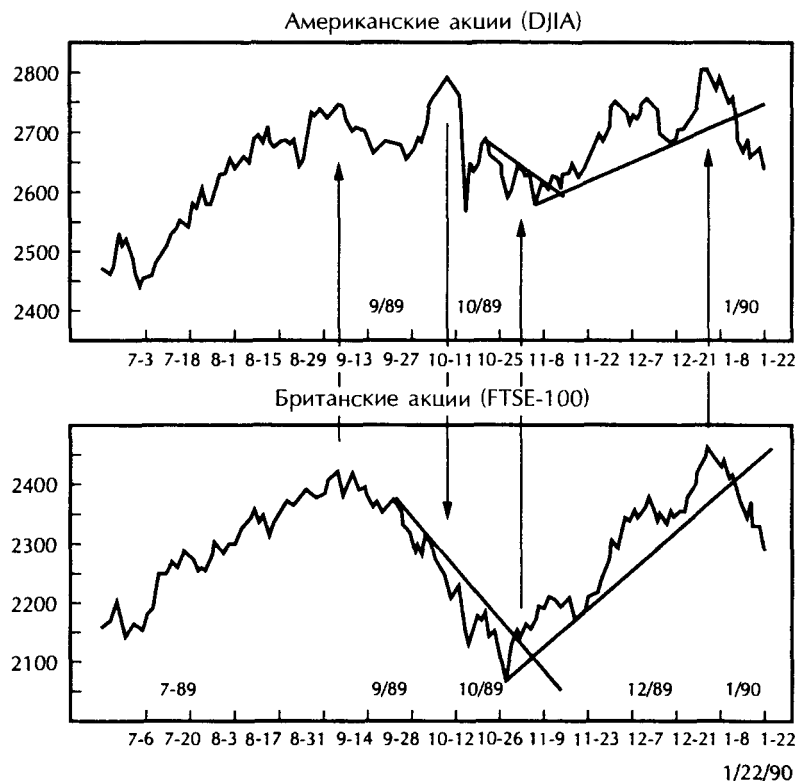
Сравнение британского и американского рынков акций в 1988 и в начале 1989 года. После одновременной консолидации в течение второй половины 1988 года, в начале 1989 года на обоих рынках возобновились долгосрочные бычьи тенденции.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК 8.10

Сравнение британского и американского рынков акций в 1989 и в начале 1990 года. Мини-обвал рынка акций США в октябре 1989 года стал следствием падения британского рынка, начавшегося месяцем раньше. После подъема в конце года оба рынка ознаменовали вхождение в новое десятилетие прорывами восходящих линий тренда.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

АМЕРИКАНСКИЙ И ЯПОНСКИЙ РЫНКИ АКЦИЙ

На рисунках 8.11—8.15 сравниваются американский (представлен *промышленным индексом Доу-Джонса*) и японский (представлен *индексом Nikkei 225*) рынки. Корреляция между этими рынками не так сильна, как между американским и британским рынками. Тем не менее, их влияние друг на друга не подлежит сомнению. Рисунок 8.11 на примере двух крупнейших мировых рынков акций демонстрирует глобальную бычью тенденцию 1985—89 годов.

В августе—октябре 1986 года на японском рынке произошел корректирующий спад, который совпал с консолидацией рынка США (рис. 8.12). В начале ноября этого же года индекс Nikkei 225 прорвал нисходящую линию тренда и продолжил подъем. Внимательный американский аналитик мог бы расценить этот бычий сигнал на японском рынке как раннее предупреждение о предстоящем укреплении американского рынка акций.

Мы уже говорили, что американский рынок достиг высшей точки в августе 1987 года, то есть за два месяца до пика на японском рынке. Однако, как свидетельствует рисунок 8.13, настоящий обвал мировых рынков акций начался только в октябре, после медвежьего разворота на японском рынке. На том же графике показано «двойное основание» индекса Nikkei 225, завершившееся бычим прорывом в феврале

РИСУНОК 8.11

Сравнение японского и американского рынков акций в 1985—89 годах. Несмотря на то, что корреляция этих рынков не столь сильна, как между британским и американским рынками, динамика японского рынка оказывает очень существенное воздействие на американский рынок.

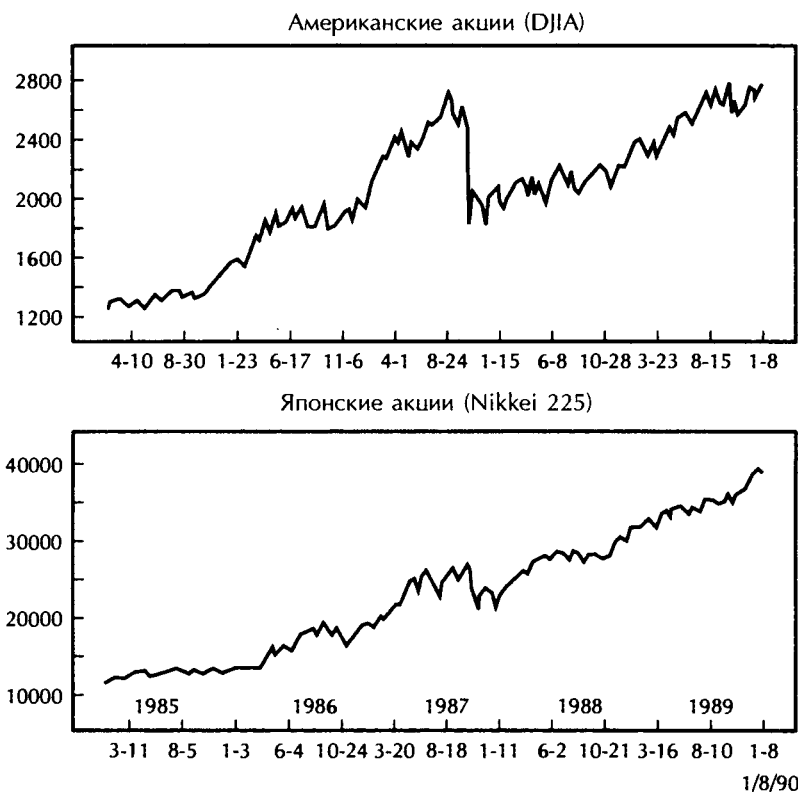
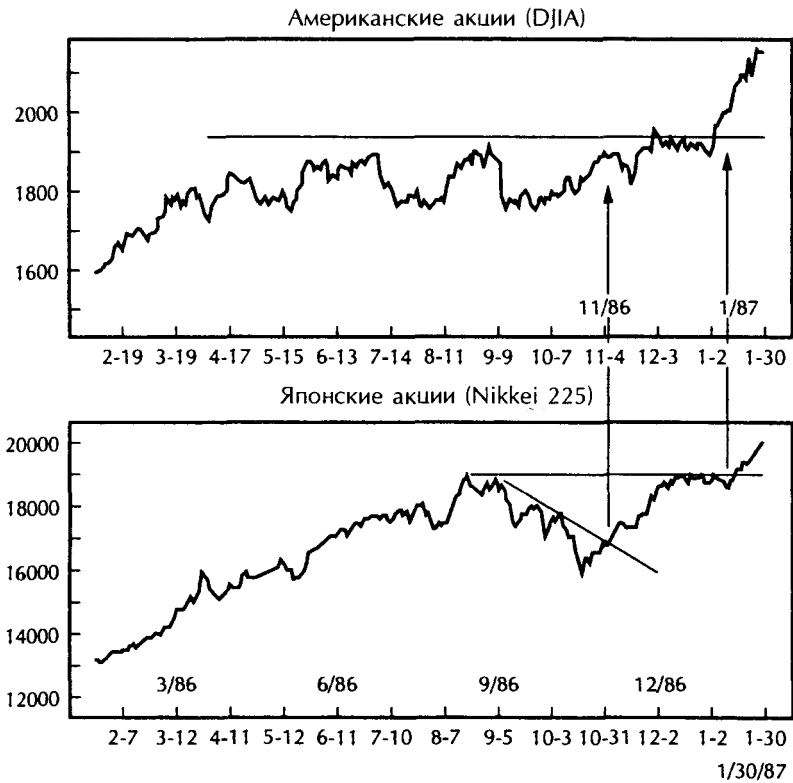


РИСУНОК 8.12

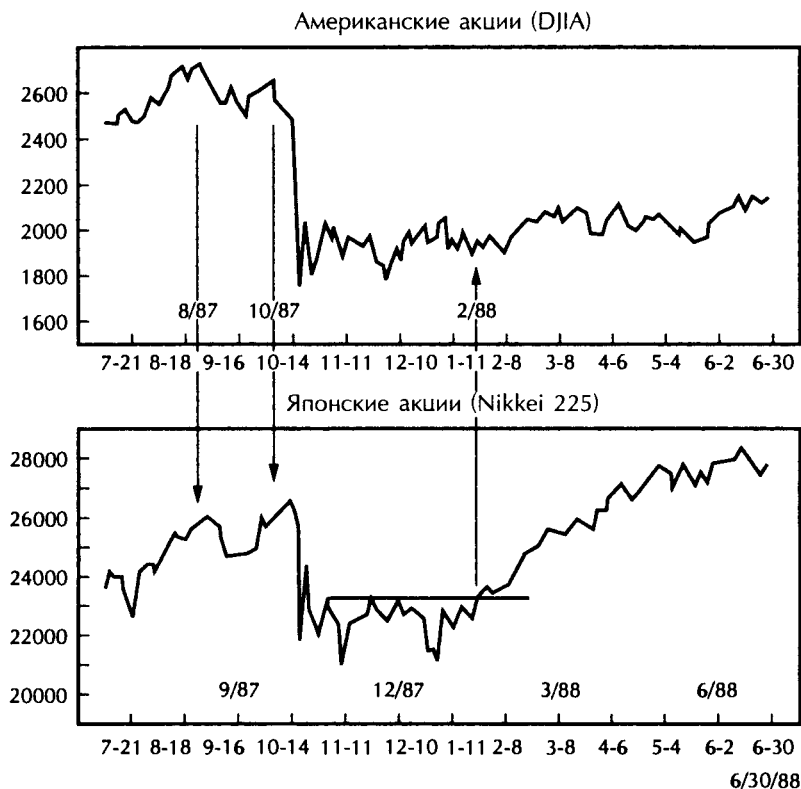
В четвертом квартале 1986 года на японском рынке акций (представленном индексом Nikkei 225) завершилась коррекция, что послужило ранним предупреждением о возобновлении восходящей тенденции на американском рынке.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК 8.13

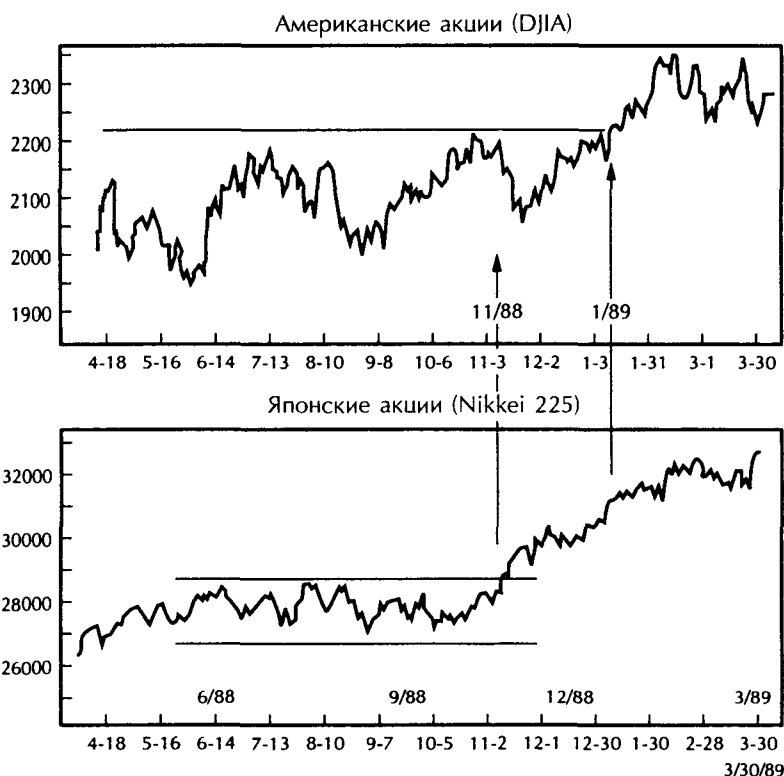
Пик на японском рынке акций образовался лишь в октябре 1987 года (спустя два месяца после достижения американским рынком своего максимума). Однако резкое падение японского рынка совпало с началом панических продаж на мировых рынках. Бычий прорыв индекса Nikkei 225 в самом начале 1988 года, завершивший формирование важной модели «двойное основание», указал на возможность скорого повышения других мировых рынков.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК 8.14

Прорыв вверх индекса Nikkei 225 в ноябре 1988 года на два месяца опередил возобновление восходящей тенденции на американском рынке в январе 1989 года.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

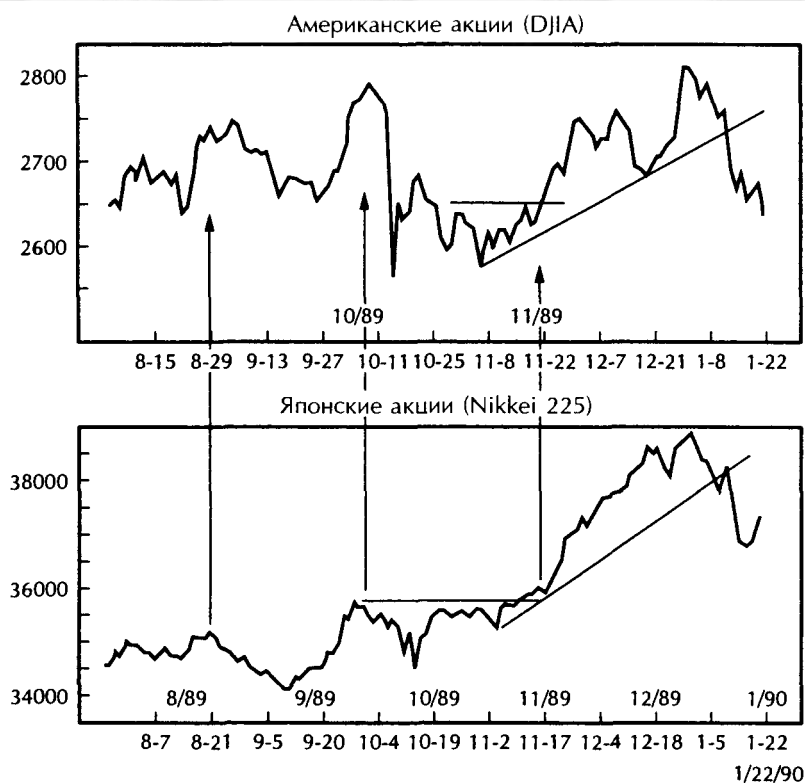
1988 года. Этот важный сигнал к покупке на японском рынке оказался первым и удивительно точным признаком возобновления восходящей тенденции на мировых рынках после обвала в конце 1987 года. Из рисунка 8.14 видно, что бычий прорыв на японском рынке акций в ноябре 1988 года опередил аналогичный прорыв американского рынка почти на два месяца.

На рисунке 8.15 сравнивается динамика американского и японского рынков в 1989 году. Оба рынка достигли пика в октябре и затем стабилизировались. События этого месяца демонстрируют, насколько пристальным стало внимание во всем мире к глобальным рыночным связям. В пятницу, 13 октября, промышленный индекс Доу-Джонса рухнул почти на 200 пунктов. В субботу и воскресенье весь мир напряженно ждал, как откроется японский рынок в понедельник утром (в Нью-Йорке это был воскресный вечер). Все опасались, что если ослабление японского рынка продолжится, это может спровоцировать панические продажи на всех остальных рынках. К счастью, японский рынок стабилизировался. Последовавший за этим рост принес окончательное успокоение и способствовал подъему мировых рынков, который продолжился до конца года.

В середине ноября 1989 года японский рынок приблизился к серьезному препятствию — максимуму, установленному два месяца назад. Неспособность преодолеть этот важный уровень сопротивления означала бы возможное ослабление рынков акций в мировом масштабе. На рисунке 8.15 видно, что бычий прорыв индекса Nikkei 225 к новым максимумам в конце ноября в точности совпал с прорывом вверх на

РИСУНОК 8.15

В октябре 1989 года на японском и американском рынках произошел одновременный корректующий спад. Однако стабильность японского рынка предотвратила дальнейшее ослабление мировых рынков. Образование японским рынком новых максимумов в ноябре 1989 года на некоторое время продлило бычьей тенденции на мировых рынках. В начале 1990 года оба рынка падали.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

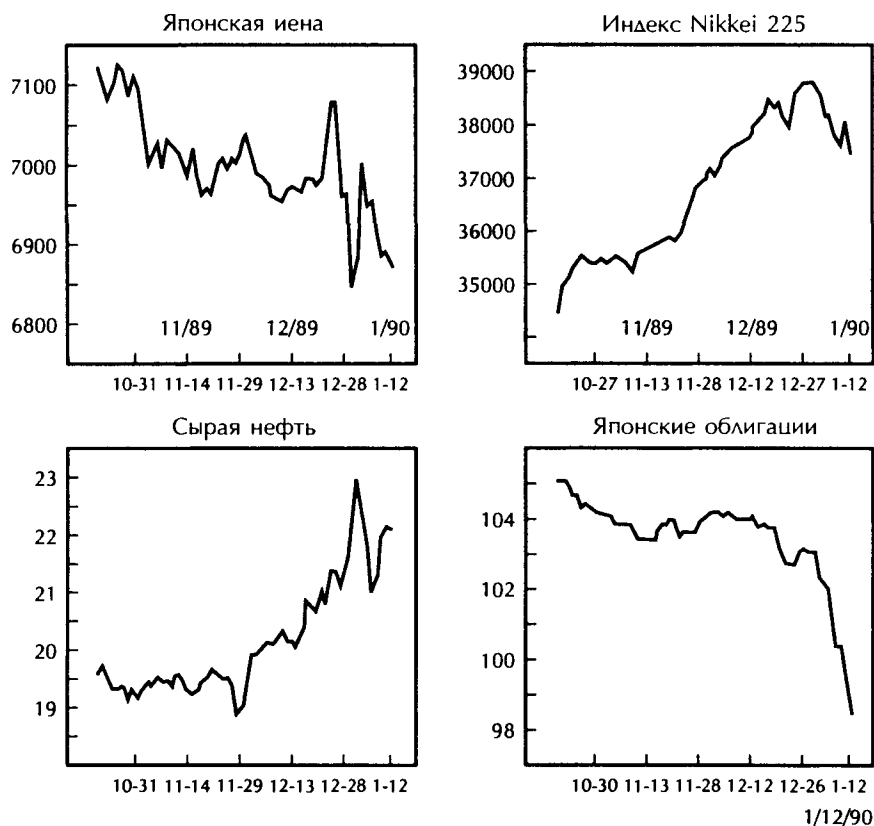
американском рынке, в результате которого промышленный индекс Доу-Джонса вновь добрался до уровня октябрьского пика. Таким образом, сила японского рынка, успешно прорвавшего уровень сопротивления, дала возможность глобальной бычьей тенденции продержаться еще некоторое время.

Если японские акции возобновили свой рост, то другие рыночные сектора Японии в конце 1989 года подавали сигналы бедствия. Иена продолжала слабеть, инфляция в стране росла (главным образом из-за скачка цен на нефть), процентные ставки повышались, а цены на японские облигации падали. С точки зрения межрыночного анализа, складывалась весьма опасная ситуация для японского рынка акций.

Рисунок 8.16 делит японские рынки на четыре сектора, представляющие интерес для межрыночного анализа: валюты, товары, облигации и акции. На верхнем левом графике показано падение курса иены по отношению к доллару США в начале 1990 года. Слабость иены вызвала стремительный рост инфляции в стране. Положение еще больше усугубилось из-за резкого взлета цен на нефть в конце 1989 года (нижний левый график), усилившего инфляционные ожидания японцев. В целях обуздания инфляции и стабилизации иены были повышены процентные ставки. (Центральный банк Японии трижды последовательно повышал учетную ставку, пытаясь запустить механизм «трех шагов и падения», описанный в главе 4). На нижнем правом графике показано обвальное падение цен на японские облигации. Этот обвал рынка

РИСУНОК 8.16

Четыре рыночных сектора Японии: японская иена (левый верхний график), сырая нефть (левый нижний график), японские облигации (правый нижний график) и индекс акций Nikkei 225 (правый верхний график). Ослабление иены и рост цен на нефть в конце 1989 года усилили инфляционные ожидания в Японии. Повышение процентных ставок в целях борьбы с инфляцией ускорило падение цен на облигации, что в свою очередь оказало медвежье воздействие на японский рынок акций.



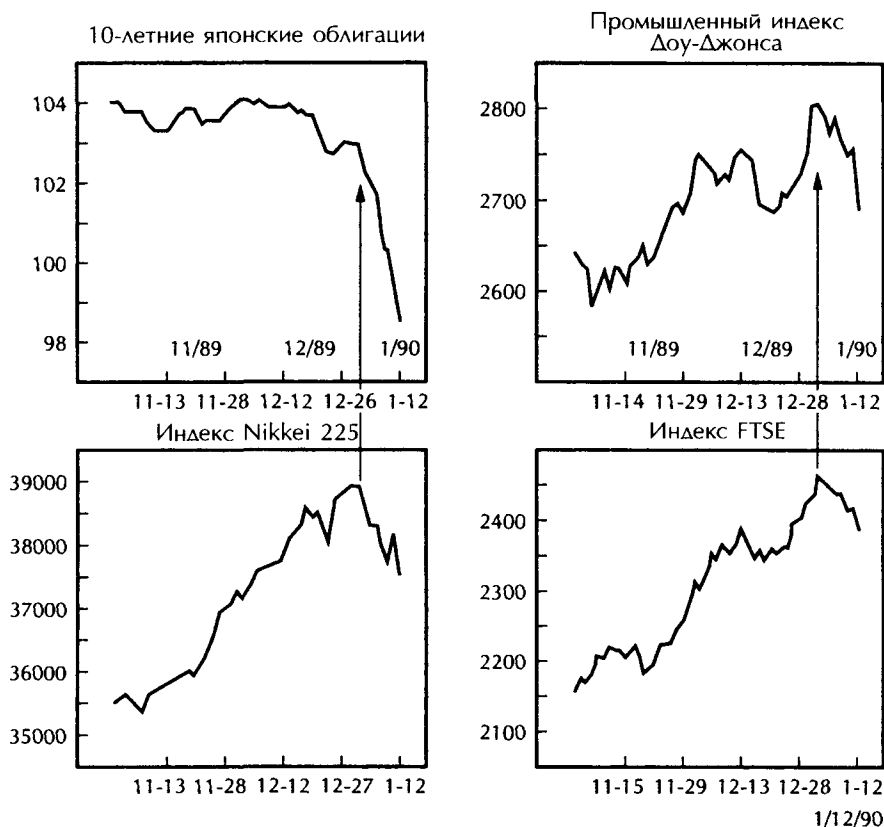
Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

облигаций в январе 1990 года начал оказывать медвежье давление на японский рынок акций (верхний правый график).

В течение восьми из одиннадцати первых торговых дней нового десятилетия японский рынок акций упал в общей сложности на 5%. За две недели с небольшим индекс Nikkei 225 потерял примерно треть от прошлогоднего прироста. Доходность 10-летних правительственных облигаций достигла максимальной величины с ноября 1985 года. Инфляция выросла до 3%, что невысоко по американским стандартам, но превышает намеченный японским правительством уровень в 2%. Кроме того, за предшествующие три месяца японская иена утратила свои позиции не только по отношению к доллару, но и упала на 15% по отношению к немецкой марке. Совокупность всех этих медвежьих межрыночных факторов тяжелым бременем легла на японский рынок. В пятницу, 12 января, индекс Nikkei 225 просел на 653 пункта, зафиксировав восьмое по величине падение за всю историю своего существования. Подобная медвежья динамика рынка акций в Токио, спровоцированная главным образом обвалом японского рынка облигаций, вызвала медвежьи отзвуки на рынках всего мира (рис. 8.17).

РИСУНОК 8.17

Обвал японского рынка облигаций в начале 1990 года (левый верхний график) привел к падению японского рынка акций (левый нижний график), что вызвало медвежий оттолок на лондонском (правый нижний график) и нью-йоркском (правый верхний график) рынках акций.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

В тот же самый день в Лондоне произошло максимальное за два месяца падение индекса FTSE-100 (произносится «футси») – на 37,8 пункта, а в Нью-Йорке промышленный индекс Доу-Джонса снизился на 71 пункт. Однако проблемы нью-йоркского рынка не исчерпывались понижением зарубежных рынков в то пятничное утро. Индекс цен производства за декабрь составил 0,7%, в результате чего инфляция на уровне оптовых цен за 1989 год достигла 4,8% – рекордного показателя с 1981 года. Главным виновником этого скачка инфляции в США стало резкое повышение цен на нефть в предыдущем месяце. Таким образом, на рубеже девяностых годов перед мировыми рынками стояли две основные проблемы: усиление инфляции и рост процентных ставок – два потенциально медвежьих фактора для мировых рынков акций.

МИРОВЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

На рисунке 8.18 сравниваются цены на американские, японские и британские облигации за последние три месяца 1989 года и первые две недели 1990 года. Все три рынка демонстрируют признаки слабости. Цены на японские облигации относительно выше, чем на американские и британские (т.е. доходность японских облига-

ций ниже американских и британских), но этот спрэд быстро сужается. Цены на британские облигации ниже, чем на японские и американские (т.е. *доходность* британских облигаций выше японских и американских). Из рисунка 8.19 видно, что цены на британские облигации падали уже довольно долго и образовали медвежье расхождение с ценами американских облигаций.

Анализ динамики процентных ставок в различных странах свидетельствовал о тенденции к их росту в глобальном масштабе. Это было дополнительным фактором, способствовавшим снижению мировых *цен* на облигации. Из общего строя выпадал только рынок облигаций США. Однако в начале нового десятилетия резкое снижение мировых цен на облигации начало оказывать медвежье давление и на цены американских облигаций.

В начале 1990 года рынок казначейских облигаций США вел безуспешные сражения сразу на нескольких фронтах. В международном масштабе он был последним бастионом на пути глобального понижения цен на облигации. А внутри страны перед рынком облигаций США стояли проблемы роста инфляции (товарные рынки недавно установили новый шестимесячный максимум) и падения курса доллара. В предыдущих разделах мы продемонстрировали необходимость наблюдения за ди-

РИСУНОК 8.18

Сравнение американского, японского и британского рынков облигаций. Все три рынка вместе снижаются с конца 1989 года. Слабость зарубежных рынков оказывает медвежье давление на рынок казначейских облигаций США. Анализ американского рынка облигаций требует внимательного изучения глобальных тенденций.

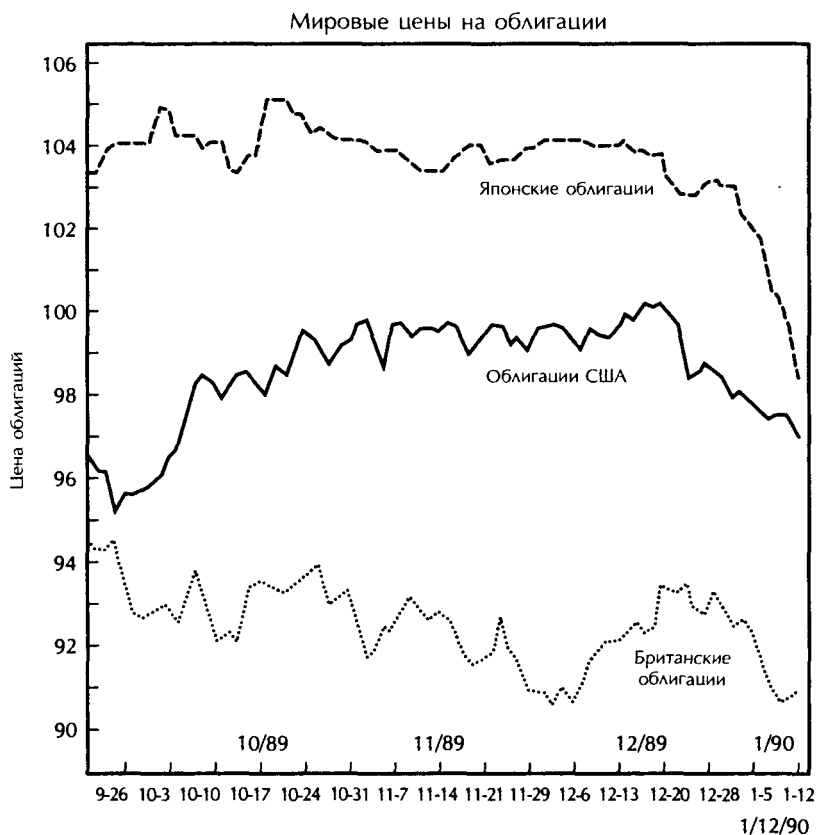
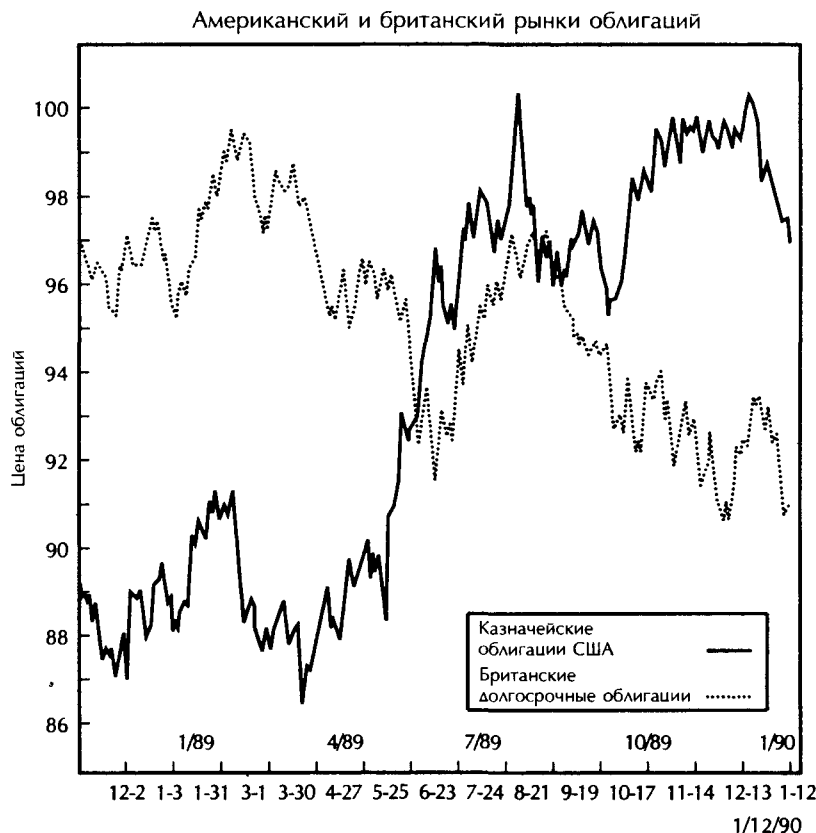


РИСУНОК 8.19

Цены британских облигаций падали в течение почти всего 1989 года (вследствие более высокой инфляции в Великобритании) и в последнем квартале образовали медвежье расхождение с ценами американских казначейских облигаций. К началу 1990 года более слабый британский рынок облигаций потянул за собой американский. Технический анализ американского рынка облигаций должен включать технический анализ зарубежных рынков облигаций.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

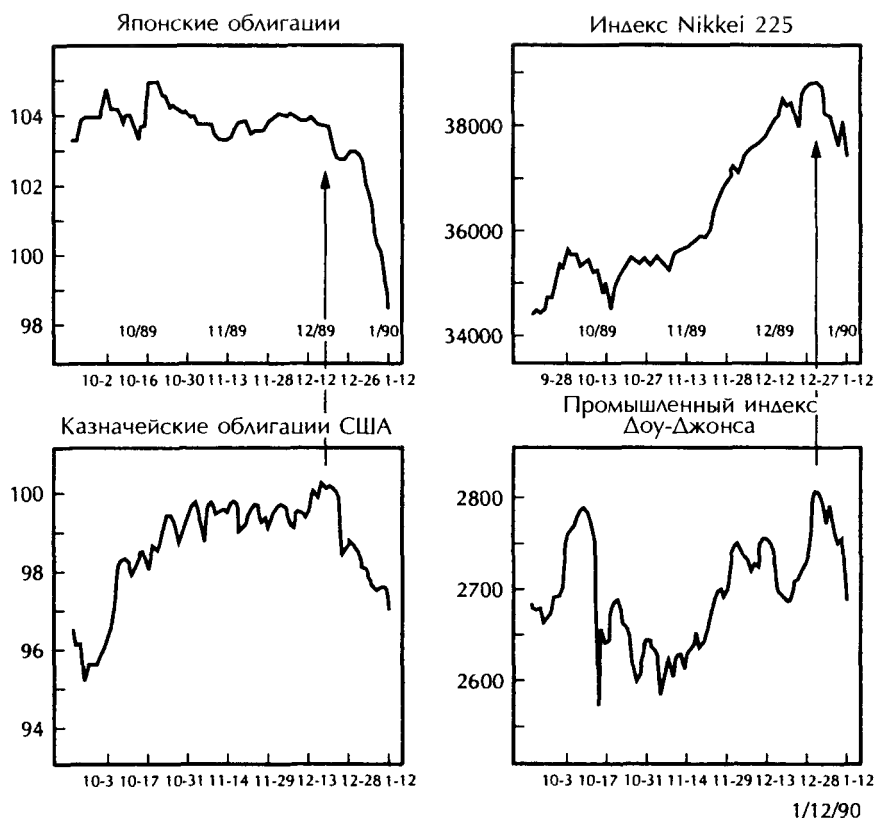
намикой мировых рынков акций для более полного понимания перспектив развития рынка акций США. То же самое справедливо и для рынка облигаций. Прогнозирование тенденций американского рынка облигаций требует пристального внимания к мировым рынкам облигаций. Как бы ни были важны внутренние рынки США сами по себе, они функционируют не в вакууме.

МИРОВЫЕ РЫНКИ ОБЛИГАЦИЙ И МИРОВАЯ ИНФЛЯЦИЯ

На рисунке 8.20 отражена взаимосвязь между ценами американских и японских облигаций (два графика слева) и американским и японским рынками акций (два графика справа) в течение четвертого квартала 1989 года и первых двух недель 1990 года. Данный пример демонстрирует возможность проведения межрыночных сравнений на самых различных уровнях. Сравните рынки акций двух стран — оба начинают падать. Теперь обратите внимание на цены облигаций в этих странах и вы

РИСУНОК 8.20

Японский рынок акций (верхний правый график) и слабый американский рынок облигаций (нижний левый график) оказывают медвежье давление на американские акции (нижний правый график). В свою очередь понижение первых двух рынков в начале 1990 года обусловлено слабостью японского рынка облигаций (верхний левый график).



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

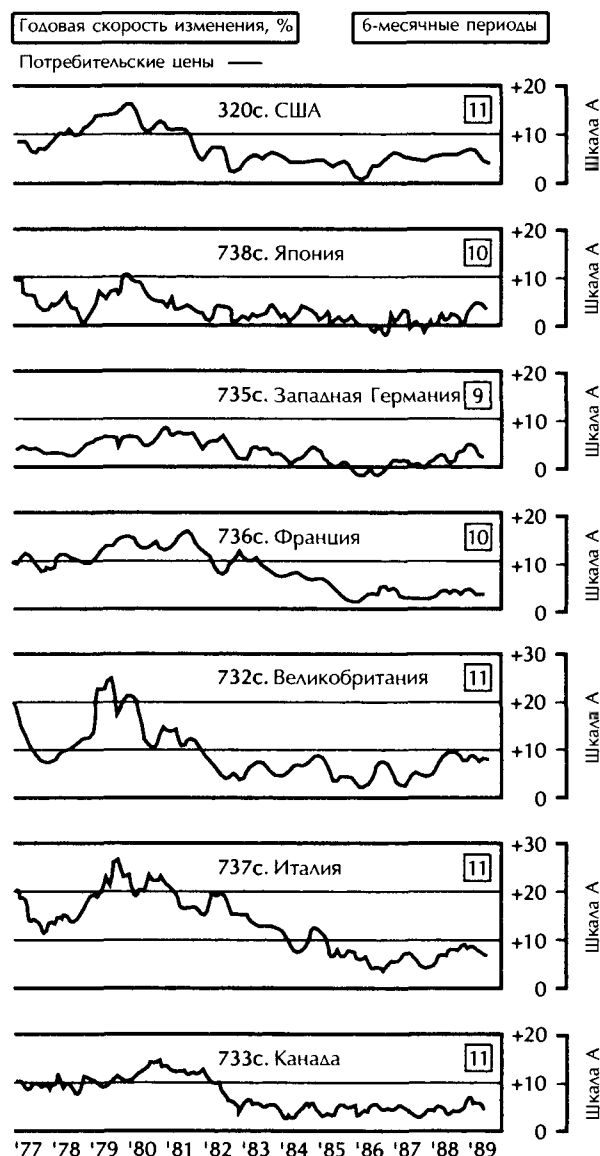
увидите, что оба рынка также начали проявлять признаки слабости. Сопоставьте динамику рынков акций и облигаций внутри страны и в международном масштабе. Если мы признаем, что рынок акций США испытывает влияние внутреннего рынка облигаций, то очень большое значение приобретают факторы, влияющие на американский рынок облигаций. Появление признаков снижения мировых цен на облигации увеличивает вероятность аналогичной тенденции на рынке облигаций США. Таким образом, технический анализ динамики мировых рынков облигаций становится неотъемлемой частью анализа американского рынка облигаций.

Цены американских акций испытывают двойное воздействие со стороны мировых рынков. Во-первых, это прямое влияние зарубежных рынков акций, в частности японского и британского (которые зависят от собственных рынков облигаций). И, во-вторых, на цены американских акций влияют цены американских облигаций, которые сами подвержены влиянию мировых рынков облигаций. Разговор о рынках облигаций и мировых процентных ставках естественным образом подводит нас к проблеме мировой инфляции.

Следить за глобальными инфляционными тенденциями необходимо по двум причинам. Направление инфляции в ведущих индустриально развитых странах обычно совпадает. В одних странах изменения инфляционных тенденций происходят

РИСУНОК 8.21

Сравнение темпов инфляции в различных странах мира в 1977—89 годах. (Публикуется с разрешения *Business Conditions Digest*, Министерство торговли США, Бюро экономического анализа, декабрь 1989 года.)



раньше, в других – с некоторым отставанием. Темпы инфляции также могут быть различны. Но рано или поздно каждая страна занимает свое место в общем строю и присоединяется к глобальной тенденции. Пик инфляции в мире пришелся на начало восьмидесятых. В Японии, США и Италии максимальный уровень инфляции наблюдался в начале 1980 года. В Великобритании пик инфляции появился на несколько месяцев раньше – в конце 1979 года. В Канаде, Франции и Западной Германии инфляция достигла высшей точки и начала снижаться в 1981 году. Через шесть лет, в

1986 году, кривая мировой инфляции вновь повернула вверх. В этом году минимальные значения инфляции были зафиксированы в США, Японии, Западной Германии, Франции и Италии (см. рис. 8.21).

Поскольку все страны подвержены влиянию мировых инфляционных тенденций, наблюдение за происходящим в мире необходимо для более точной оценки направления инфляции в отдельно взятой стране. Если одна страна выбивается из общего строя, то ее возвращение в строй – это лишь дело времени. Анализ мировых инфляционных процессов важен еще и потому, что направление инфляции в конечном итоге определяет направление движения процентных ставок, которое имеет решающее значение для прогнозирования цен на облигации и акции, а также для выработки соответствующей торговой тактики. Как вы, вероятно, уже догадались, анализ глобальных инфляционных тенденций предполагает изучение динамики мировых товарных рынков.

МИРОВЫЕ МЕЖРЫНОЧНЫЕ ИНДЕКСЫ

На рисунке 8.22 сравниваются три мировых индекса: *World Short Rates* – индекс мировых краткосрочных процентных ставок (строится в обратной шкале), *World Stock Index* – мировой индекс акций (рассчитывается Morgan Stanley Capital International, Женева) и *Economist Commodity Index* – товарный индекс журнала «Экономист». Подобные графики позволяют проводить межрыночные сравнения трех важнейших секторов в мировом масштабе. Индекс процентных ставок мировых денежных рынков строят в обратной шкале, чтобы его направление совпадало с направлением движения цен мировых денежных рынков.

Рост цен на мировых денежных рынках (т.е. снижение краткосрочных процентных ставок) оказывает бычье воздействие на мировые рынки акций, а падение цен на мировых денежных рынках (т.е. повышение краткосрочных процентных ставок) – медвежье. *Важные развороты ценовых тенденций на денежных рынках обычно опережают развороты цен на рынках акций.* Как видно на рисунке, глобальное повышение рынков акций, начавшееся в 1982 году, поддерживалось ростом цен на денежных рынках. Однако с 1987 года рынки акций продолжают устанавливать новые максимумы, а цены денежных рынков падают. Это расхождение, если оно сохранится, несет в себе потенциально медвежьи последствия для мировых рынков акций.

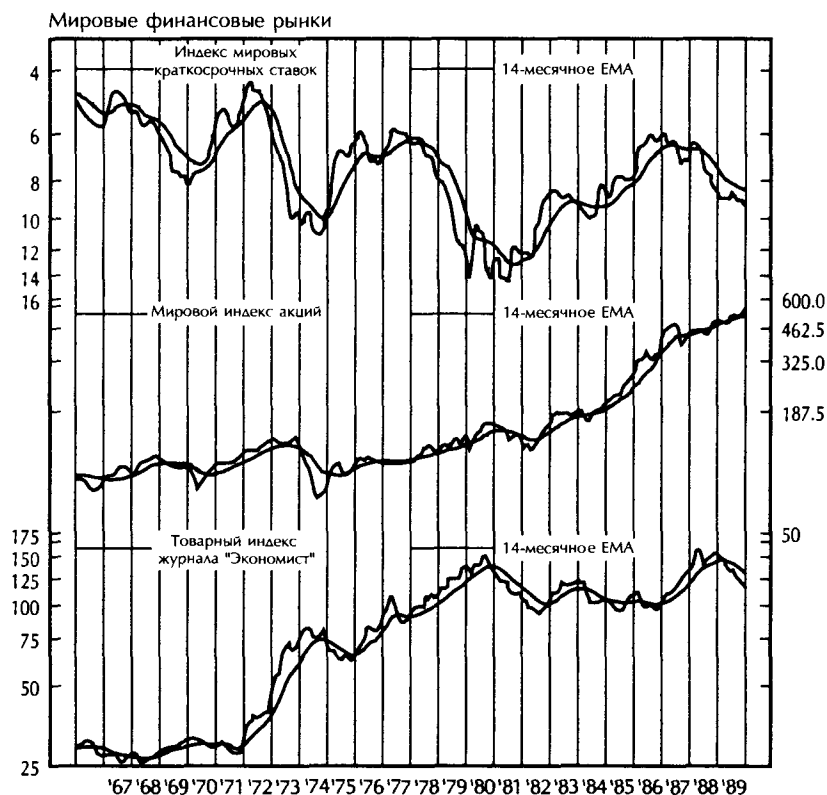
График каждого индекса на рисунке 8.22 сглажен с помощью 14-месячного экспоненциального скользящего среднего (ЕМА). Пересечение индексом кривой скользящего среднего (или изменение направления самого скользящего среднего) служит сигналом важного разворота в динамике индекса. Конец 1989 года ознаменовался весьма опасной комбинацией, которая отражена на рисунке: скользящее среднее индекса акций движется вверх, а цены денежных рынков падают. Рисунок также демонстрирует преобладание обратной зависимости между двумя верхними графиками, представляющими мировые финансовые рынки, и нижним графиком *товарного индекса журнала «Экономист»*, отражающего динамику мировых товарных цен.

ТОВАРНЫЙ ИНДЕКС ЖУРНАЛА «ЭКОНОМИСТ»

Для анализа динамики товарных цен в мировом масштабе лучше всего подходит товарный индекс журнала «Экономист». Индекс строится на основе 27 товарных рынков, причем доли рынков продуктов питания и промышленного сырья примерно

РИСУНОК 8.22

На этом рисунке сравниваются индекс мировых краткосрочных процентных ставок (строится в обратной шкале), мировой индекс акций Morgan Stanley Capital International (средний график) и товарный индекс журнала «Экономист» (нижний график). Межрыночный анализ можно проводить в мировом масштабе. (Публикуется с разрешения *Pring Market Review*, P.O. Box 329, Washington Depot, CT 06794.)



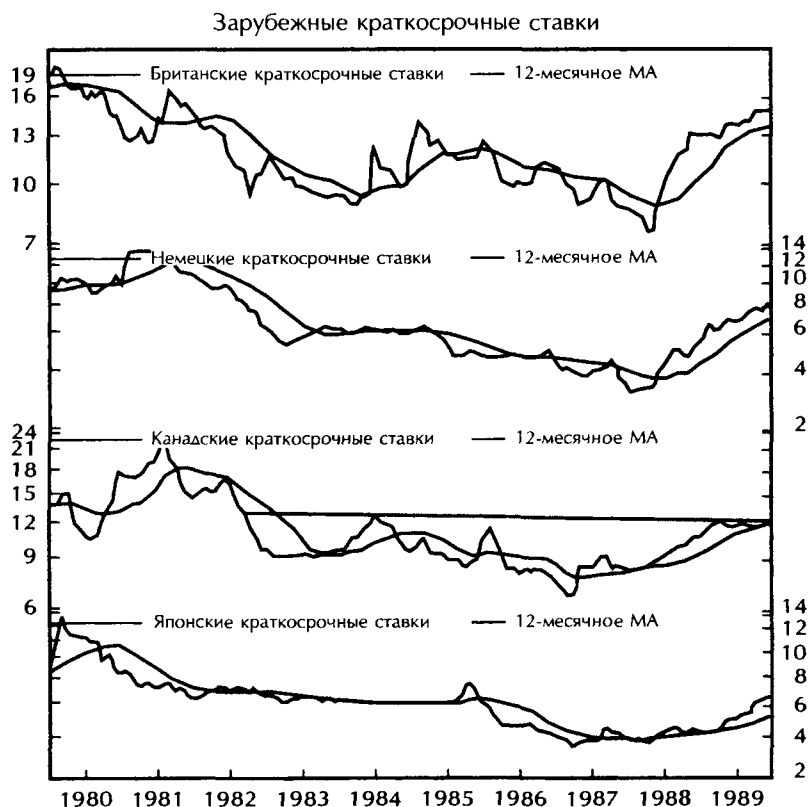
одинаковы – соответственно 49,8% и 50,2%. Весовые коэффициенты различных товаров определяются их долей в импорте на европейские рынки в 1984–86 годах.

Наибольший вес имеют медь, алюминий, хлопок, пиломатериалы, кофе и соевые продукты. Этот индекс подразделяется на группы продуктов питания и промышленного сырья. Промышленная группа далее делится на металлы и непищевые продукты сельскохозяйственного производства. В качестве базового принят 1985 год (индекс=100). Товарный индекс журнала «Экономист» не включает ни один из драгоценных металлов (золото, платина, серебро); в его состав также не входят рынки нефти и нефтепродуктов. Это обстоятельство помогает прояснить причины снижения индекса в 1989 году.

На рисунке 8.22 видно, что в конце 1989 года мировой товарный индекс падал одновременно со снижением цен на денежных рынках (ростом краткосрочных процентных ставок). Учитывая традиционную обратную зависимость между этими секторами, подобное сочетание довольно нетипично. Как следует из рисунка, падению товарных цен обычно соответствует рост цен на денежных рынках. Чем же объясняется нарушение этой закономерности в 1989 году? Панические инфляционные ожидания, охватившие мировые рынки в конце 1989 – начале 1990 года, были вызваны

РИСУНОК 8.23

Краткосрочные процентные ставки в большинстве стран начали расти в 1988 году, но в Японии их рост ускорился – в 1989 году. (Публикуется с разрешения *Pring Market Review*.)



прежде всего устойчивым повышением цен на золото (которое является опережающим индикатором инфляции) и резким подъемом цен на нефть.

Слабость товарного индекса журнала «Экономист» в конце 1989 года отчасти можно объяснить отсутствием в его составе цен на золото и нефть. Об особой роли рынков золота и нефти и о необходимости наблюдения за ними мы уже говорили в главе 7. Взлет цен на этих важнейших товарных рынках в конце 1989 года привел к резкому усилению инфляционных ожиданий во всем мире и повлек за собой ужесточение центральными банками денежно-кредитной политики.

Отнюдь не способствовало снижению инфляционных ожиданий и то, что в 1989 году в Великобритании уровень инфляции поднялся до 7,8% по сравнению с 4,9% в предыдущем году, а в Японии инфляция на уровне оптовых цен выросла впервые за 7 лет. По официальным данным, опубликованным в начале января 1990 года, инфляция в США достигла в 1989 году самой высокой отметки за последние 8 лет и составила 4,6%, при этом на уровне оптовых цен она поднялась еще выше – до 4,8%. С середины 1988 по октябрь 1989 года британское правительство уже подняло базовую процентную ставку с 7,5% до 15%, однако существовали опасения, что следующее повышение процентных ставок не за горами. С мая предыдущего года японский центральный банк три раза повышал процентные ставки. По мере ослабления иены и роста инфляции в Токио все чаще говорили о еще большем ужесточении денежно-кредитной политики.

Эти дурные вести с фронта борьбы с инфляцией в начале нового десятилетия заставили ФРС отказаться от дальнейшей либерализации денежно-кредитной политики, по крайней мере, на время. В середине января 1990 года вице-председатель ФРС Мануэль Джонсон и член Совета управляющих ФРС Уэйн Энджел, уже упоминавшиеся в предыдущей главе, заявили о приостановке мер по либерализации денежно-кредитной политики. У.Энджел, в частности, отметил, что необходимым условием для продолжения либерализации является снижение товарных цен. На решения ФРС, как и других мировых центральных банков, явно повлиял подъем ключевых товарных рынков, усиливший опасения относительно глобального роста темпов инфляции. Из рисунков 8.23 и 8.24 видно, что начало нового десятилетия было отмечено повышением процентных ставок в мировом масштабе. Рисунок 8.25 демонстрирует сильную корреляцию между мировыми рынками акций, многие из которых вступили в 1990 год с новыми максимумами.

РИСУНОК 8.24

Рост доходности облигаций в мире начался с 1989 года. Первыми повернули вверх ставки по немецким облигациям. На графиках доходности британских и японских облигаций только что произошел бычий прорыв. Глобальный рост процентных ставок неизбежно оказывает бычье давление на процентные ставки в США. (Публикуется с разрешения *Pring Market Review*.)

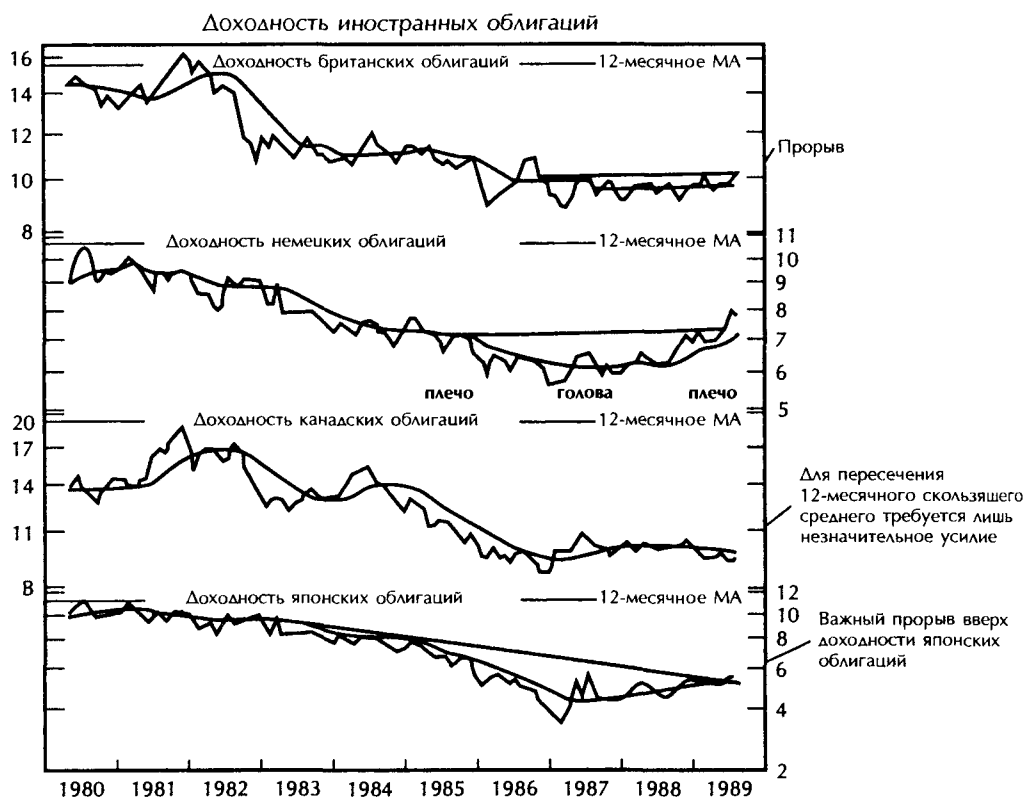
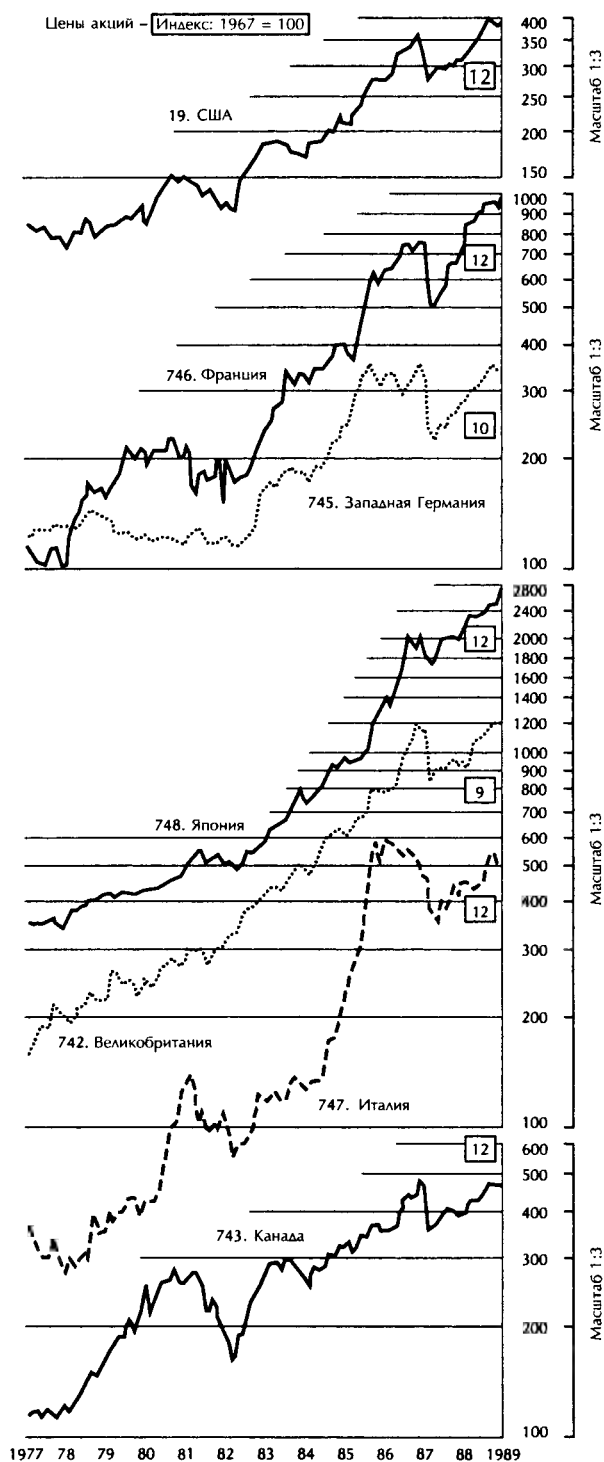


РИСУНОК 8.25

Сравнение семи мировых рынков акций в 1977—89 годах. Графики отчетливо демонстрируют наличие глобальной восходящей тенденции. Мировые рынки акций обычно движутся в одном направлении. При техническом анализе внутреннего рынка акций следует учитывать тенденции мировых рынков акций. (Публикуется с разрешения *Business Conditions Digest*.)



РЕЗЮМЕ

В этой главе мы вывели межрыночный анализ на международный уровень. Читатель имел возможность убедиться, что тенденции товарных цен (инфляция), процентных ставок и рынков акций действуют в мировом масштабе. Несомненную важность представляет также динамика международных валютных рынков. Для глобальных сравнений основных финансовых секторов разработаны специальные индексы. *Все мировые рынки взаимосвязаны.* Американские рынки, при всей их значимости, функционируют не в вакууме. Межрыночный анализ можно и должно проводить в международном масштабе. Наблюдение за зарубежными рынками акций, особенно за британским и японским, необходимо для выявления признаков подтверждения или расхождения с рынком акций США. Анализ зарубежных рынков облигаций нужен для прогнозирования динамики мировых процентных ставок. Последнее также требует анализа ценовых тенденций на мировых товарных рынках. С этой целью можно использовать товарный индекс журнала «Экономист» наряду с ценами на некоторые ключевые товары, такие как золото и нефть.

Изучение рынков золота и нефти подводит нас к следующему этапу межрыночных исследований – анализу отраслевых групп. К концу восьмидесятых на мировых рынках прослеживались две основные тенденции: рост курсов акций, обеспеченных материальными активами, таких как акции золотодобывающих и энергетических компаний, на которые благотворно влияет повышение соответствующих товарных рынков; и ослабление акций, чувствительных к процентным ставкам, на которых негативно сказывается снижение цен на облигации (и повышение процентных ставок). Возможность использования межрыночных принципов для анализа групп акций будет рассмотрена в следующей главе.

Группы акций

Известно, что рынок акций неоднороден и состоит из множества *групп* акций. Хотя большинство отдельных акций и групп акций движутся в одном направлении с рынком в целом, это движение не синхронно и происходит с разной скоростью. Некоторые группы акций растут быстрее остальных при бычьей тенденции, другие – быстрее падают при медвежьей. Одни группы опережают развороты рынка, другие движутся с отставанием. Реакция различных групп на новости фундаментального характера тоже далеко не всегда одинакова.

• Многие группы акций привязаны к определенным товарным рынкам и, как правило, повышаются или понижаются по мере роста или падения цен на данные товары. В этой главе будут рассмотрены два типичных примера таких групп: акции *золотодобывающих* и *энергетических* компаний. К этой же категории относятся акции компаний по добыче меди, алюминия и серебра. Повышение цен на товары и усиление инфляционного давления способствуют росту их курсовой стоимости. С другой стороны, существуют акции, *чувствительные к изменению процентных ставок*. Их курсовая стоимость снижается при росте инфляции и процентных ставок. В качестве примера можно привести *банковские* акции, на которых повышение процентных ставок сказывается отрицательно, а снижение процентных ставок – положительно. В этой главе мы сосредоточим основное внимание на акциях *ссудно-сберегательных ассоциаций* и *крупнейших банков*. К этой категории относятся также акции региональных банков, финансовых, страховых, брокерских компаний и фирм по торговле недвижимостью.

Рынок акций будет поделен на бумаги, выигрывающие от роста инфляции и процентных ставок, и те, на которые подобное развитие событий влияет отрицательно. Рабочая посылка относительно проста. В условиях повышения товарных цен и процентных ставок акции, чувствительные к инфляции (например, акции компаний по добыче драгметаллов, меди, энергоресурсов и по производству продуктов питания или стали), должны показывать лучшие результаты по сравнению с акциями учреждений финансовой сферы (например, банков, страховых и коммунальных компаний). В условиях снижения инфляции и процентных ставок эффективнее должны быть вложения в акции финансовых (чувствительных к процентным ставкам) групп.

ГРУППЫ АКЦИЙ И СООТВЕТСТВУЮЩИЕ ТОВАРНЫЕ РЫНКИ

При изучении группового межрыночного анализа в данной главе мы коснемся двух важных его аспектов. Во-первых, будет рассмотрен механизм взаимовлияния товарных рынков и связанных с ними групп акций. В отдельные периоды та или иная

группа акций опережает соответствующий товарный рынок, а иногда отстает от него. Отсюда следует, что полноценный технический анализ одного рынка невозможен без анализа другого. *Цены на акции золотодобывающих компаний обычно опережают цены на золото.* Поэтому трейдеры, работающие с золотом, по динамике цен акций золотодобывающих компаний могут раньше узнать о предстоящей смене тенденции цен на золото. В свою очередь трейдеры, планирующие покупку или продажу акций золотодобывающих компаний, также должны внимательно следить за динамикой рынка золота.

Во-вторых, мы покажем, как с помощью межрыночного анализа групп акций определять наиболее выгодные для инвестиций сегменты рынка акций. В периоды усиления инфляционного давления (когда цены на товары растут относительно цен на облигации) внимание следует сосредоточить на акциях, чувствительных к инфляции. В периоды роста цен на облигации относительно товарных цен (когда процентные ставки и инфляция снижаются), более предпочтительными становятся акции, чувствительные к процентным ставкам.

ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ ИНДЕКСОМ CRB И РЫНКОМ ОБЛИГАЦИЙ

В главе 3 мы выяснили, что взаимосвязь между товарными рынками и рынком облигаций – важная в межрыночных исследованиях. Анализ этой зависимости, вокруг которой выстраиваются все остальные межрыночные связи, позволяет установить направление движения инфляции и процентных ставок. Один из способов анализа взаимосвязи между товарными рынками и рынком облигаций состоит в расчете коэффициента относительной силы путем деления значений индекса CRB на цены казначейских облигаций. Рост коэффициента CRB/облигации означает усиление инфляционного давления и вероятное повышение процентных ставок, что отрицательно сказывается на рынке акций. Падение коэффициента говорит о снижении инфляции и процентных ставок – условия для рынка акций весьма благоприятные.

Теперь мы будем использовать те же принципы применительно к групповому анализу. Однако в этом случае взаимосвязь между товарными рынками и рынком облигаций поможет определить, куда следует вкладывать средства: в инфляционные (товарные) акции или в акции, чувствительные к процентным ставкам. Такой анализ имеет еще одно преимущество, поскольку акции, чувствительные к процентным ставкам, обычно опережают другие акции.

Способность облигаций опережать рынок акций достаточно подробно обсуждалась в главе 4. Рост цен облигаций положительно сказывается на рынке акций, а их падение – отрицательно. Акции, чувствительные к процентным ставкам, зачастую более тесно связаны с рынком облигаций, чем с рынком акций. Поэтому *развороты групп акций, чувствительных к процентным ставкам, обычно предшествуют разворотам рынка в целом.*

Рассмотрим последовательность событий, характерную для рыночных вершин. Сначала рынок облигаций достигает пика и поворачивает вниз. Падение цен облигаций (и рост процентных ставок) оказывает медвежье давление на акции, чувствительные к процентным ставкам. Через какое-то время рынок акций в целом также начинает слабеть. Этот медвежий разворот индексов рынка акций часто сопровождается бычьим разворотом некоторых групп акций, обеспеченных материальными активами, таких как акции энергетических и золотодобывающих компаний.

ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ ЦЕНАМИ НА ЗОЛОТО И АКЦИИ ЗОЛОТОДОБЫВАЮЩИХ КОМПАНИЙ

Начнем межрыночный анализ групп акций с рынка золота. Такой выбор отправной точки исследования представляется логически обоснованным ввиду ключевой роли рынка золота в межрыночном анализе. Напомним вкратце основные положения, касающиеся роли золота: тенденции рынка золота противоположны тенденциям курса американского доллара; рынок золота является опережающим индикатором индекса CRB; цена золота считается опережающим индикатором инфляции; золото служит надежным объектом вложения средств во времена политической и финансовой нестабильности.

Яркой иллюстрацией к последнему положению стали события четвертого квартала 1989 года и января 1990 года, когда в условиях начинающегося серьезного ослабления рынка акций бумаги золотодобывающих компаний стали быстро расти в цене. Между ценами на золото и акции золотодобывающих компаний существует сильная положительная связь. Поэтому технический анализ одного рынка без учета другого не имеет смысла. Приведенные ниже графики наглядно подтверждают это.

Согласно одному из главных принципов межрыночного анализа, для определения перспектив развития одного рынка необходимо изучать другие, связанные с ним рынки. Ярче всего этот принцип проявляется во взаимосвязи между ценами на само золото и на акции золотодобывающих компаний. Как правило, *они движутся в одном направлении*. Расхождение между ними служит ранним предупреждением о возможном изменении тенденции. Обычно развороты тенденций происходят на этих рынках одновременно, поэтому анализ опережающего рынка является источником важной информации о положении дел на запаздывающем рынке. Многие полагают, что ввиду большей чувствительности и изменчивости товарных цен их динамика должна опережать динамику соответствующей группы акций. Но как это ни удивительно, *акции золотодобывающих компаний обычно опережают рынок золота*. Правда, иногда наблюдаются исключения из этого правила. В 1980 году пик рынка золота на восемь месяцев опередил пик цен на акции золотодобывающих компаний. То же самое произошло в 1986 году.

На рисунке 9.1 сравниваются фьючерсные цены на золото (верхний график) и индекс акций золотодобывающих компаний (источник: Standard and Poors) с середины 1985 по январь 1990 года. Особый интерес представляют три момента. В начале лета 1986 года рынок золота находился в стадии стабилизации (после незначительного подъема от весеннего минимума 1985 года), а акции золотодобывающих компаний падали в цене, устанавливая новые минимумы. В июле 1986 года цены на золото резко повернули вверх (под влиянием подъема рынка нефти и минимума индекса CRB). Этот бычий прорыв на рынке золота положил начало устойчивой восходящей тенденции цен на акции золотодобывающих компаний. В данном случае цены на золото явно опережали цены акций золотодобывающих компаний.

С лета 1986 по конец 1987 года цена золота выросла примерно на 40%, а акции золотодобывающих компаний подорожали более чем на 200%. Такое впечатляющее повышение вывело в 1987 году акции золотодобывающих компаний в лидеры по сравнению со всеми остальными группами акций. Однако в октябре 1987 года эти акции сильно упали в цене и в следующем году их показатели оказались в числе наихудших. В конце 1987 года между рынком золота и акциями золотодобывающих компаний возникло медвежье расхождение, причем в данном случае акции опережали рынок золота. С уровня октябрьского пика золотой индекс S&P упал на 46%, а цены на золото после некоторого снижения в конце октября вновь пошли вверх и в декабре достигли рекордных значений.

В то время как цены на золото уверенно двигались к новым максимумам, акциям золотодобывающих компаний едва удался 50%-ный корректирующий подъем. Это явное расхождение недвусмысленно предупредило о том, что шансы на даль-

нейший рост рынка золота невелики. В середине декабря цены на золото начали быстро падать, а акции золотодобывающих компаний продолжили движение к новым минимумам. Если в 1986 году повышение рынка золота оказало бычье воздействие на акции золотодобывающих компаний, то в 1987 году падение цен на акции золотодобывающих компаний вызвало ослабление рынка золота. Это еще раз убедительно доказывает, что анализ одного рынка является неполным без соответствующего анализа другого.

На протяжении 1989 года между рынком золота и акциями золотодобывающих компаний наблюдалось бычье расхождение: золото продолжало дешеветь, а цены на акции золотодобывающих компаний формировали важную модель основания. В сентябре 1989 года золотой индекс S&P прорвал уровень сопротивления, что стало сигналом новой восходящей тенденции акций золотодобывающих компаний. Вскоре после этого прорыв двухлетней нисходящей линии тренда ознаменовал начало восходящей тенденции на рынке золота.

На рисунке 9.2 ценовые графики золота и акций золотодобывающих компаний сравниваются методом наложения за тот же пятилетний период. Здесь также видно, что развороты золотого индекса S&P вниз (1987) и вверх (1989) опередили соответствующие развороты рынка золота. Рисунок 9.3 позволяет более подробно

РИСУНОК 9.1

Сравнение цен на золото и индекса акций золотодобывающих компаний S&P с 1985 по начало 1990 года. Оба показателя обычно движутся в одном направлении. В 1986 году бычий прорыв на рынке золота опередил начало восходящей тенденции цен на акции золотодобывающих компаний. А осенью 1987 года индекс акций золотодобывающих компаний первым повернул вниз и первым начал расти осенью 1989 года.

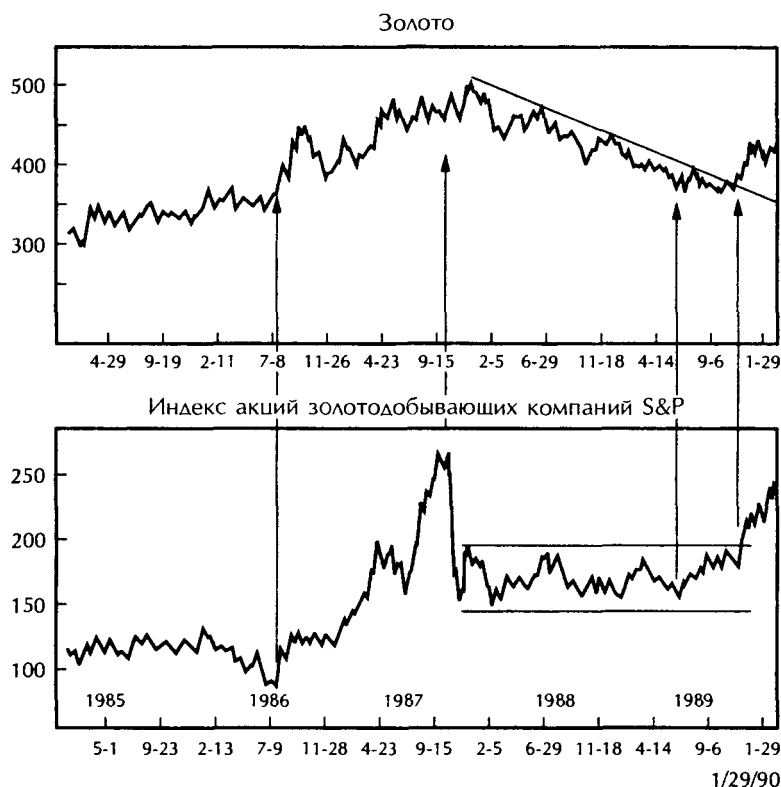
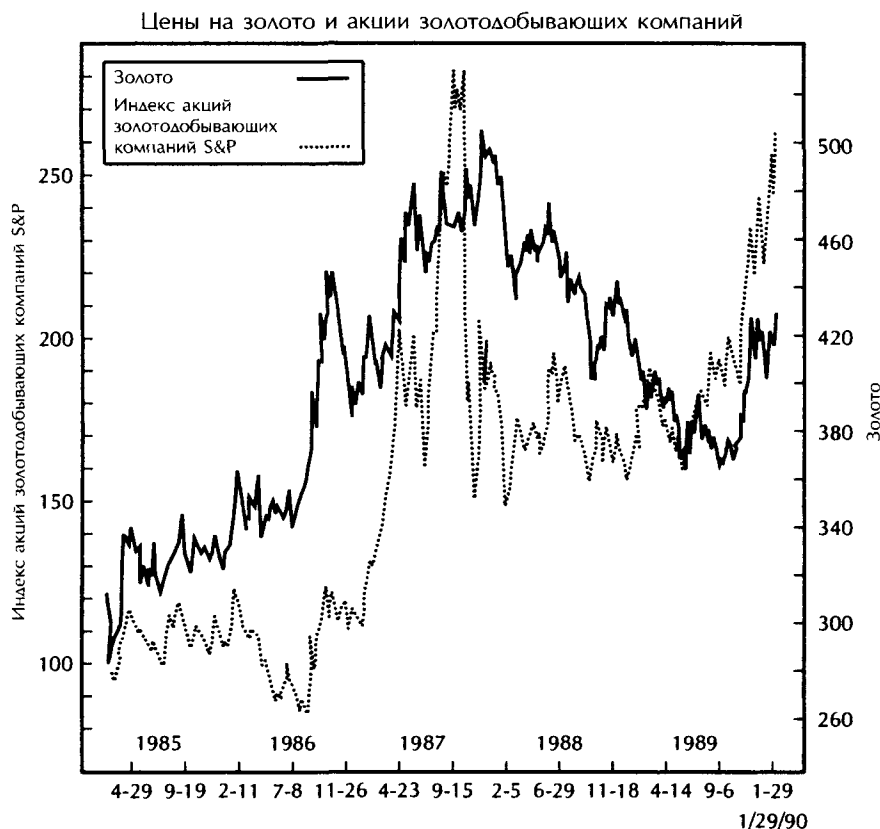


РИСУНОК 9.2

Сравнение цен на золото и индекса акций золотодобывающих компаний S&P с 1985 по январь 1990 года методом наложения графиков. После пика в 1987 году акции золотодобывающих компаний образовали важное медвежье расхождение с рынком золота. В конце 1989 года акции первыми повернули вверх.



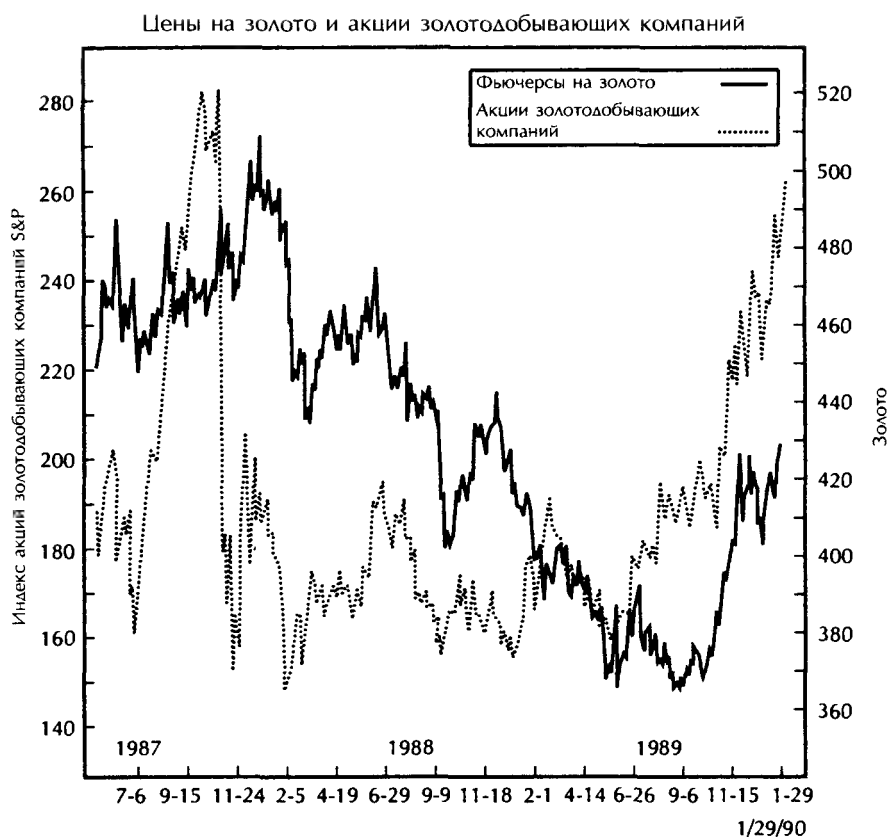
Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

рассмотреть события 1989 года. Когда в октябре на рынке золота формировалась вторая впадина «двойного основания», индекс акций золотодобывающих компаний уже быстро шел вверх (последняя впадина золотого индекса образовалась в июне, на четыре месяца раньше). Но все же следует отметить, что восходящая тенденция цен на акции золотодобывающих компаний развернулась в полную силу только после того, как в конце октября на рынке золота произошел бычий прорыв, завершивший формирование «двойного основания». Повышению цен на золото и акции золотодобывающих компаний в октябре 1989 года способствовал еще один фактор – резкое падение рынка акций.

Как это часто бывает, события в одном секторе сказываются на другом. В пятницу, 13 октября 1989 года, промышленный индекс Доу-Джонса упал почти на 200 пунктов. В последующие недели некоторые перепуганные инвесторы перевели свои средства с рынка акций на более «качественный» и надежный рынок облигаций. Однако значительная часть денег, изъятых с рынка акций, была вложена в золото и в акции золотодобывающих компаний. Большой приток капитала произошел и во взаимные фонды, специализирующиеся на инвестициях в золото и связанные с ним инструменты. На рисунке 9.4 представлены индекс акций золотодобывающих ком-

РИСУНОК 9.3

Зависимость между ценами на золото и акции золотодобывающих компаний в 1987—89 годах. В 1989 году акции золотодобывающих компаний образовали важное бычье расхождение с рынком золота, ставшее предвестником осеннего бычьего прорыва фьючерсных цен на золото.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

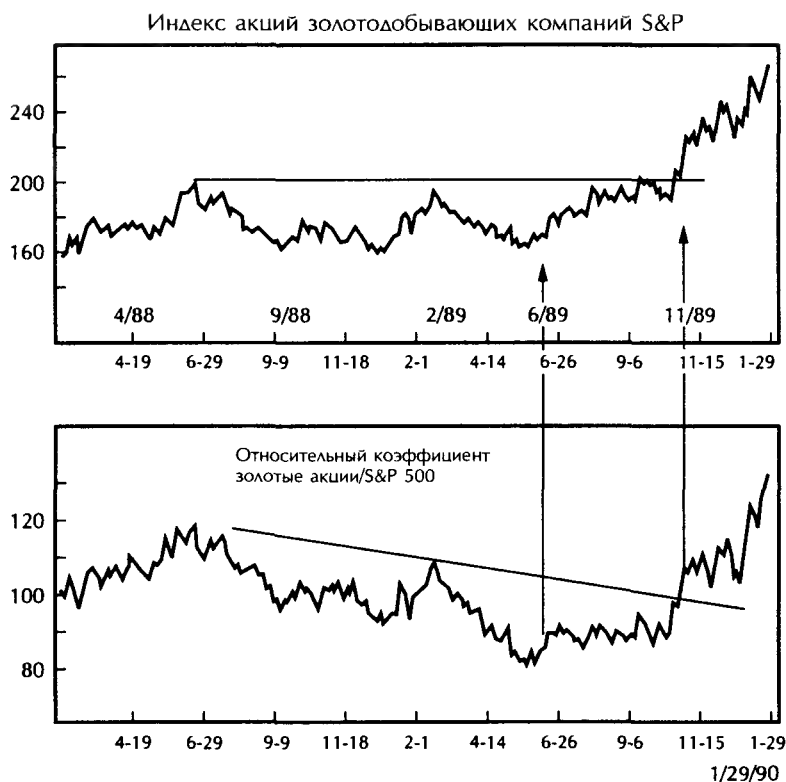
паний S&P (верхний график) и коэффициент относительной силы, полученный делением этого индекса на индекс акций S&P 500 (нижний график).

Из рисунка 9.4 видно, что в июне 1989 года акции золотодобывающих компаний начали укреплять свои позиции относительно индекса S&P 500; на протяжении предшествующего года они были слабее. Однако по-настоящему золотые акции «засияли» только в конце октября – начале ноября, после прорыва коэффициентом важной нисходящей линии тренда. С осени 1989 года по январь 1990 года акции золотодобывающих компаний имели самые высокие показатели относительной силы по сравнению со всеми остальными секторами рынка акций. Золотые взаимные фонды также вышли на лидирующие позиции по результатам 1989 года. Тем самым еще раз подтвердилась роль золота как надежного объекта вложения средств в условиях финансовой нестабильности. На рисунке 9.5 отмечен бычий прорыв индекса акций золотодобывающих компаний, совпавший с октябрьским пиком 1989 года на рынке акций.

Еще одним межрыночным фактором, способствовавшим росту цен на золото, стало резкое падение курса доллара сразу после октябрьского мини-кризиса 1989 года. В первую неделю после обвала рынка акций доллар резко «просел», и вскоре

РИСУНОК 9.4

В верхней рамке показан процесс формирования основания и бычий прорыв индекса акций золотодобывающих компаний S&P. Нижний график представляет собой коэффициент, полученный делением индекса акций золотодобывающих компаний на индекс S&P 500. Как видно из графика коэффициента, летом 1989 года акции золотодобывающих компаний начали превосходить среднерыночные показатели. Но в полную силу они «засияли» только в ноябре.

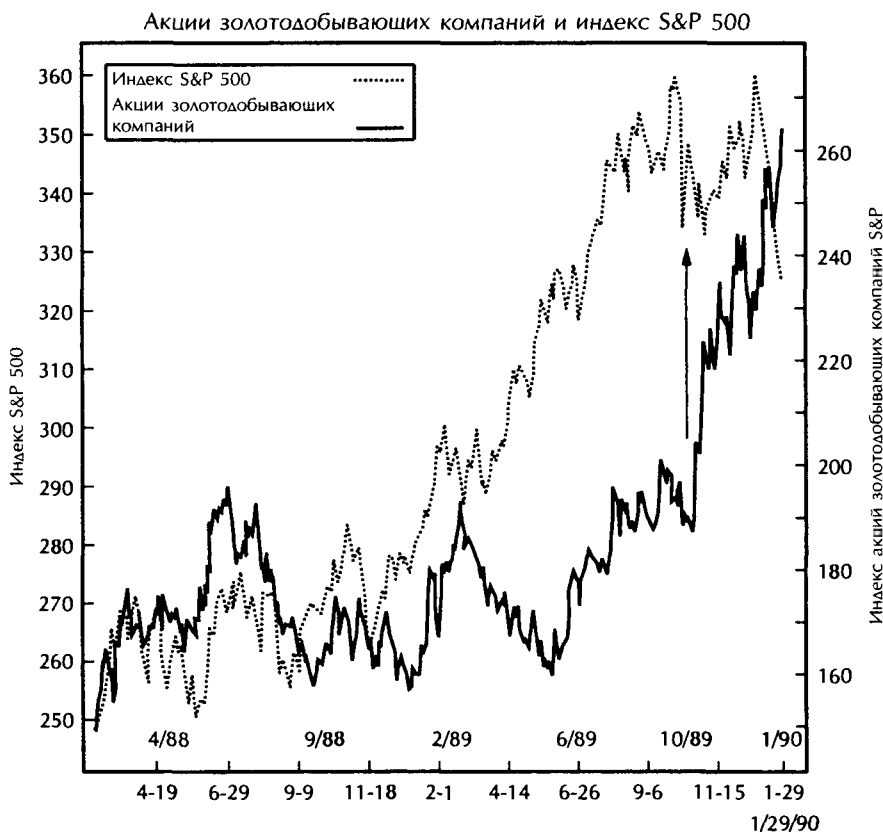


Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

началась его устойчивая нисходящая тенденция (рис. 9.6). Слабость рынка акций вынудила ФРС снизить процентные ставки, чтобы остановить его падение. Снижение процентных ставок (и ожидания дальнейшей либерализации денежно-кредитной политики) стимулировало приток средств в казначейские векселя и облигации и ускорило темпы падения курса доллара (снижение процентных ставок оказывает медвежье воздействие на доллар). А ослабление доллара в свою очередь способствовало быстрому повышению цен на золото и акции золотодобывающих компаний.

РИСУНОК 9.5

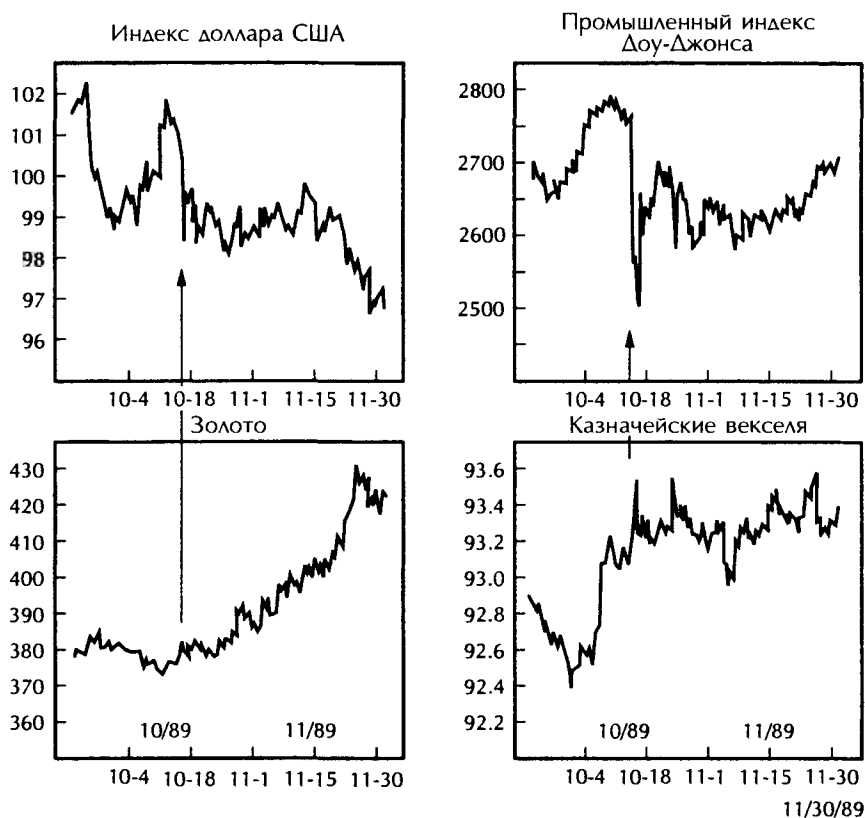
Зависимость между акциями золотодобывающих компаний и индексом S&P 500. Пик рынка акций в 1989 году был во многом связан с оттоком средств в акции золотодобывающих компаний. В периоды финансовой нестабильности золото и акции золотодобывающих компаний являются надежным объектом инвестиций.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК 9.6

Сравнение динамики всех четырех секторов осенью 1989 года. Мини-обвал промышленного индекса Доу-Джонса 13 октября 1989 года (верхний правый график) привел к оттоку средств на более надежные рынки госбумаг и либерализации денежно-кредитной политики ФРС. В результате начали расти цены на казначейские векселя (нижний правый график). Снижение процентных ставок стало одной из причин резкого падения курса доллара (верхний левый график), что в свою очередь вызвало повышение цен на золото (нижний левый график).

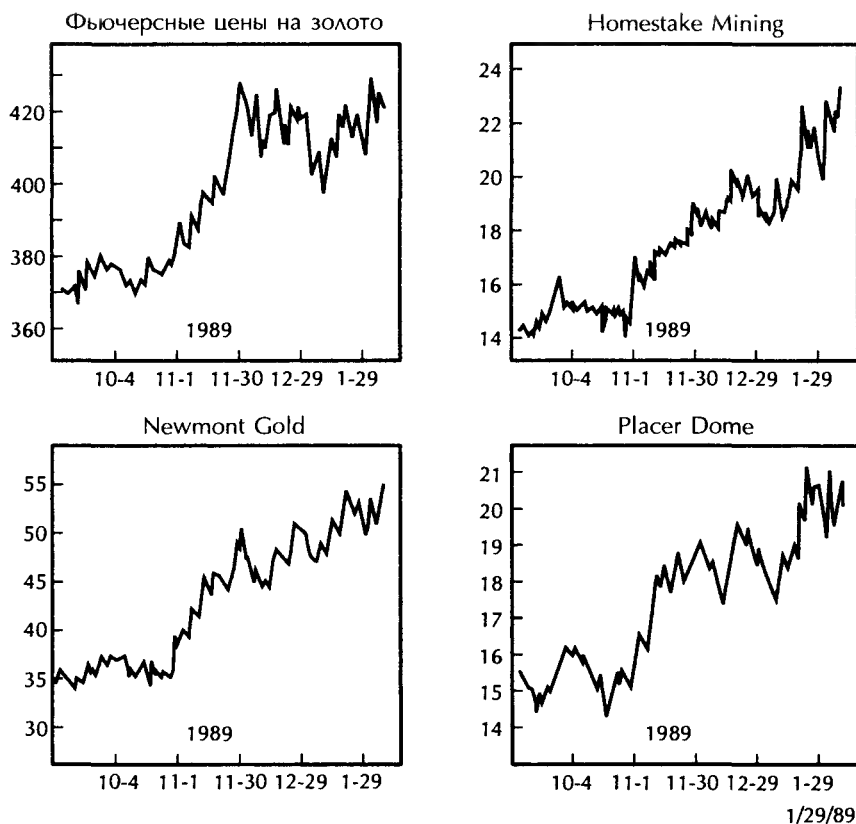


ПОЧЕМУ ЗОЛОТЫЕ АКЦИИ СИЯЮТ ЯРЧЕ ЗОЛОТА

В 1987 году цены на золото выросли только на 40%, а акции золотодобывающих компаний подорожали на 200%. С осени 1989 по январь 1990 года цены на акции выросли на 50%, а цены на золото – только на 16%. Причина заключается в непропорциональной зависимости между ценами золота и акций золотодобывающих компаний, связанной с тем, что доходы от добычи золота растут быстрее цен на само золото. Например, если себестоимость добычи одной унции золота составляет 200 долл., а ее рыночная цена – 350 долл., то компания получит доход в 150 долл.. Повышение цены золота до 400 долл. будет означать ее рост на 15% ($\$50/\350), в то время как доходы компании увеличатся на 33% ($\$50/\150). На рисунке 9.7 эта зависимость демонстрируется на примере динамики цен акций трех золотодобывающих компаний в условиях роста цен на золото.

РИСУНОК 9.7

Зависимость между ценами на золото и акции трех золотодобывающих компаний. Начало 1990 года характеризуется опережающим ростом цен на акции, что можно рассматривать как потенциально бычий признак для рынка золота.



ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ ЦЕНАМИ НА НЕФТЬ И АКЦИИ НЕФТЯНЫХ КОМПАНИЙ

Еще одна группа акций, продемонстрировавшая высокие показатели в конце 1989 года, – это акции энергетического сектора. Цены на нефть в четвертом квартале резко пошли вверх, вызвав подорожание акций нефтяных компаний. Повышение цен на нефть всегда благотворно сказывается на акциях внутренних и международных нефтяных компаний, а также на акциях предприятий по производству и обслуживанию нефтяного оборудования, буровых и других компаний, связанных с добычей нефти. В данном разделе мы ограничимся рассмотрением влияния фьючерсных цен сырой нефти на акции международных нефтяных компаний. Основная посылка та же: между ценами на нефть и акции нефтяных компаний существует сильная связь. Полный технический анализ одного рынка невозможен без анализа другого.

На рисунках 9.8 и 9.9 сравниваются цены на сырую нефть и индекс акций международных нефтяных компаний (источник: Standard and Poors) с 1985 по начало 1990 года. Хотя в течение этих пяти лет акции нефтяных компаний были намного сильнее рынка нефти, на графиках отчетливо видно, что развороты цен на сырую

РИСУНОК 9.8

Сравнение фьючерсных цен на сырую нефть и индекса акций международных нефтяных компаний S&P с 1985 по начало 1990 года. Хотя акции нефтяных компаний были сильнее рынка нефти, развороты фьючерсных цен на нефть оказывали существенное влияние на аналогичные развороты цен акций нефтяных компаний.

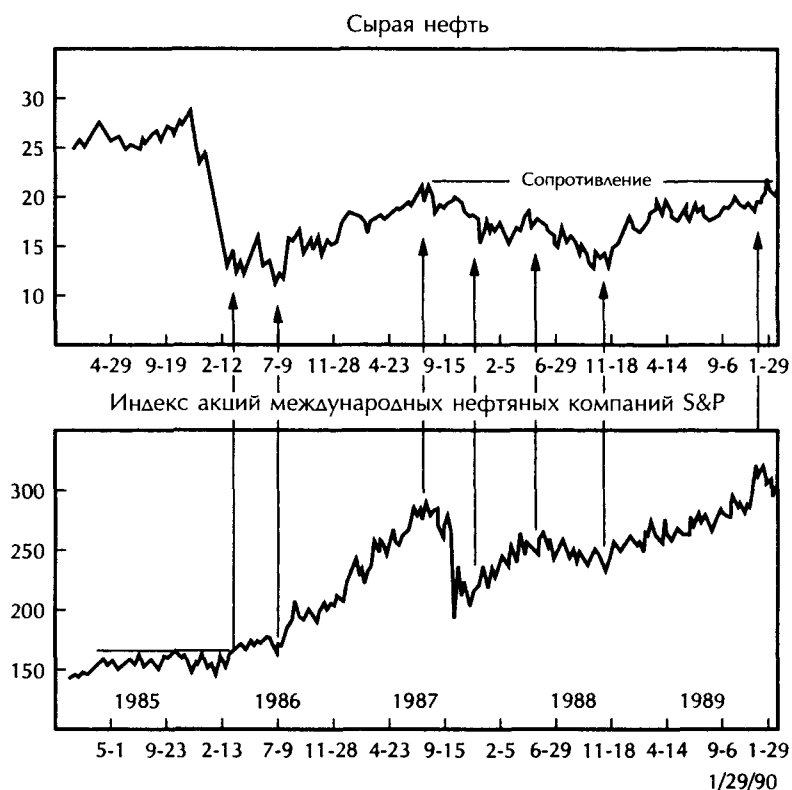


РИСУНОК 9.9

Еще один взгляд на зависимость между фьючерсами на сырую нефть и акциями международных нефтяных компаний. Налицо сильная положительная корреляция между двумя рынками, свидетельствующая о целесообразности их совместного анализа.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

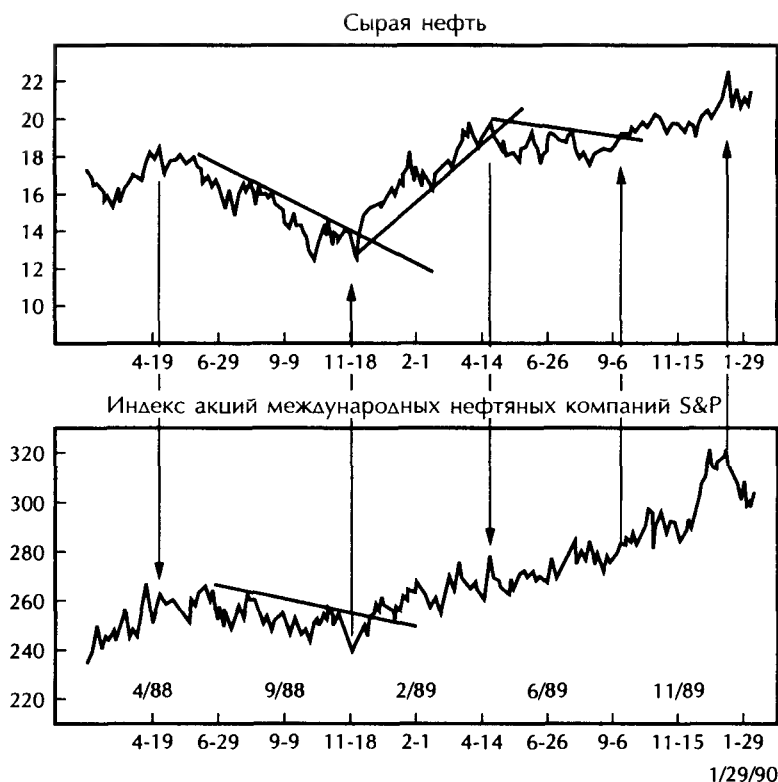
нефть оказывали важное воздействие на ценовую динамику акций нефтяных компаний. Стрелками на рисунке 9.8 отмечено совпадение важных точек разворота на графиках нефти и акций нефтяных компаний. Минимумы индекса нефтяных акций в 1986, в конце 1987, в ноябре 1988 и в конце 1989 года совпали с подъемами рынка нефти. Пики индекса акций нефтяных компаний в 1987 и начале 1988 года совпали с пиками цен на сырую нефть.

На рисунке 9.8 также видно, что в начале 1990 года цены на нефть попытались прорвать уровень сопротивления на отметке около 23 долл. Однако им не удалось преодолеть этот важный барьер, что привело к фиксации прибыли по акциям нефтяных компаний. На рисунке 9.9 методом наложения графиков сравнивается динамика обоих рынков за тот же пятилетний период. Наличие сильной положительной корреляции не вызывает сомнений.

Рисунок 9.10 позволяет более подробно исследовать взаимосвязь между рынком нефти и акциями нефтяных компаний в 1988—89 годах. Полного совпадения графиков не наблюдается, но влияние разворотов рынка нефти на динамику цен нефтяных акций прослеживается достаточно четко: в частности, быстрый рост цен на акции нефтяных компаний в результате прорывов нисходящих линий тренда на рынке сырой нефти в конце 1988 года и осенью 1989 года. Рисунок 9.11 концентри-

РИСУНОК 9.10

Сравнение цен на нефть и акции международных нефтяных компаний в 1988—89 годах. Ценовые прорывы вверх на рынке нефти совпадали с повышениями цен акций нефтяных компаний.



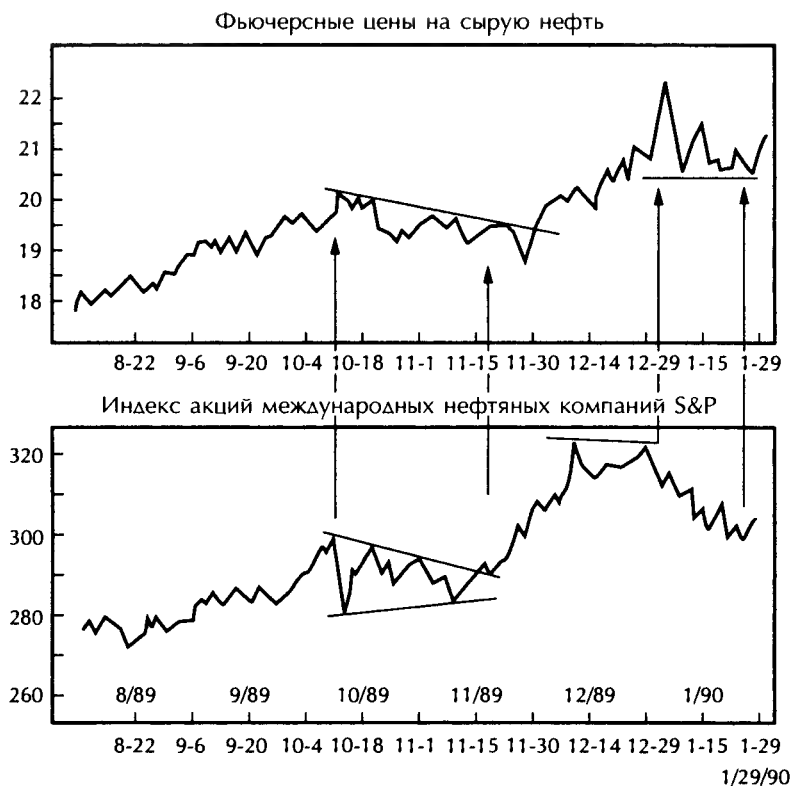
Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

рует внимание на событиях второй половины 1989 и января 1990 года. В этот период лидировали акции нефтяных компаний. Бычий прорыв «симметричного треугольника» индексом нефтяных акций в ноябре 1989 года опередил аналогичный прорыв на рынке нефти на две недели. В конце декабря того же года индекс акций нефтяных компаний сформировал второй пик «двойной вершины», в то время как цены на нефть продолжали стремительно расти, устанавливая новые максимумы. Эта «двойная вершина» предупредила о возможном окончании восходящей тенденции на рынке нефти.

В конце января 1990 года нефть и акции нефтяных компаний вновь начали одновременно расти в цене. На рисунке 9.12 цены на нефть сравниваются с ценами акций отдельных нефтяных компаний: Техасо, Экхон, и Мобил. Упомянутую выше «двойную вершину» можно видеть на ценовых графиках акций Экхон и Мобил. В конце декабря акции компании Техасо достигли пика почти одновременно с рынком сырой нефти. В конце января цены на нефть продолжают расти, приближаясь к декабрьскому максимуму. Рост фьючерсных цен на нефть благоприятно сказывается на акциях всех трех нефтяных компаний, но последние явно отстают от товарного рынка, который вновь пытается преодолеть уровень сопротивления.

РИСУНОК 9.11

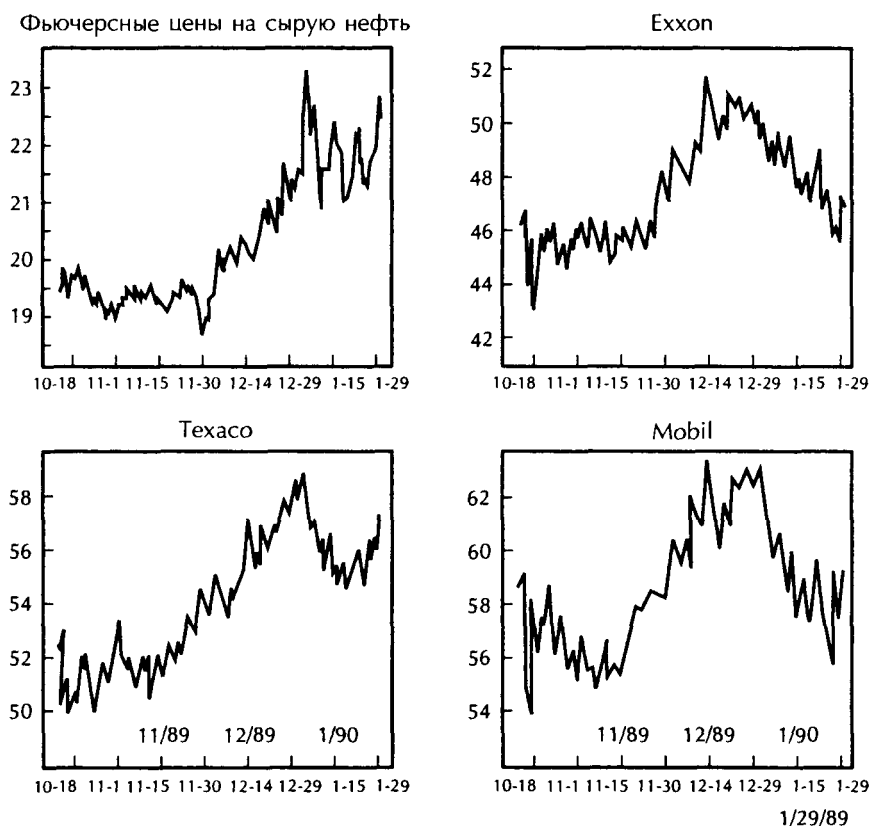
Ноябрьский бычий прорыв индекса акций нефтяных компаний опередил на две недели аналогичный прорыв на рынке нефти. Резкому всплеску цен на нефть в декабре 1989 года соответствовало образование индексом нефтяных акций второго пика «двойной вершины» – сигнал о возможном медвежьем развороте цен на нефть.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК 9.12

Зависимость между фьючерсами на сырую нефть и акциями трех международных нефтяных компаний в четвертом квартале 1989 года и начале 1990 года. Акции Техасо повторяют динамику цен на нефть. Акции Еххон и Мобил повернули вниз раньше рынка нефти, но подъем цен на нефтяные фьючерсы в конце января оказывает на них благотворное влияние.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

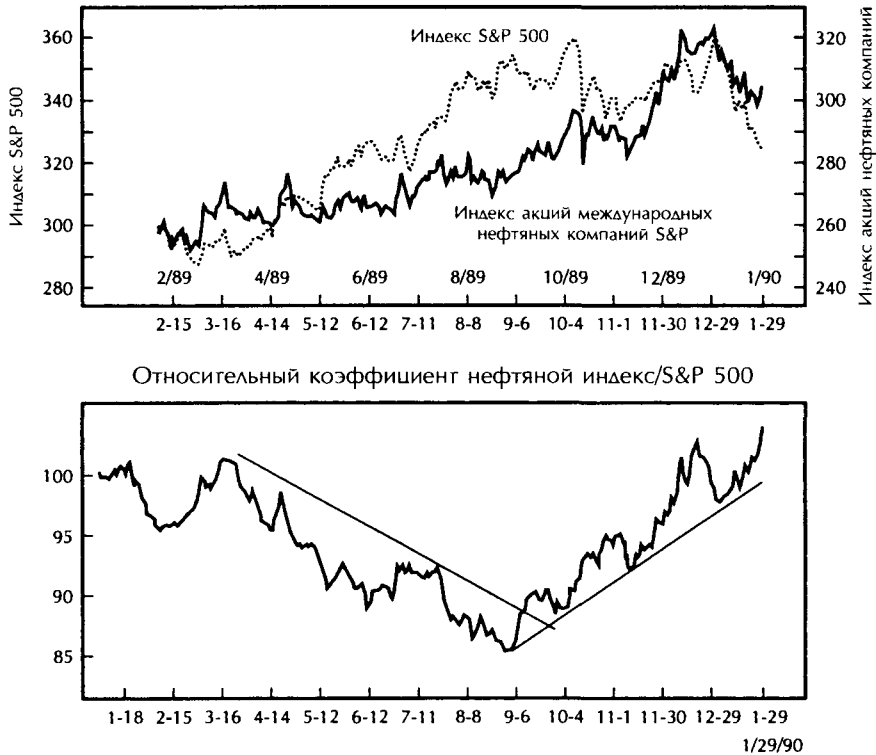
НОВАЯ ГРАНЬ АНАЛИЗА РАСХОЖДЕНИЙ

Как показывают приведенные графики, анализ рынка нефти может пролить свет на перспективы акций нефтяных компаний. Верно и обратное: изучение ценовой динамики акций нефтяных компаний часто упрощает анализ самого рынка нефти. Сравнение динамики групп акций, например золотодобывающих или нефтяных компаний, с движением соответствующих товарных рынков выводит принципы подтверждения и расхождения на новый уровень. Поскольку нельзя предугадать, какой из рынков будет развиваться с опережением или на каком из них образуются ключевые сигналы, единственным выходом является отслеживание обоих.

На рисунке 9.13 сравниваются акции международных нефтяных компаний и рынок акций в целом на протяжении 1989 года. В верхней рамке показаны графики индекса международных нефтяных компаний S&P и индекса S&P 500. Нижний график представляет собой коэффициент относительной силы, полученный делением нефтяного индекса на индекс S&P 500. Как видно из нижнего графика, в четвертом квартале 1989 и в январе 1990 года акции нефтяных компаний значительно превы-

РИСУНОК 9.13

В верхней рамке сравниваются индекс акций международных нефтяных компаний и индекс S&P 500 с января 1989 по январь 1990 года. Нижний график представляет собой коэффициент относительной силы, полученный делением индекса нефтяных компаний на индекс S&P 500. С сентября 1989 по январь 1990 года нефтяной индекс S&P был сильнее рынка в целом.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

шали среднерыночные показатели. Очевидно, что в конце 1989 года следовало вкладывать средства в акции нефтяных компаний (а также компаний по добыче драгметаллов). Самым неудачным объектом для инвестиций были акции, чувствительные к процентным ставкам.

АКЦИИ, ЧУВСТВИТЕЛЬНЫЕ К ПРОЦЕНТНЫМ СТАВКАМ

31 января 1990 года газета Investor's Daily опубликовала рейтинг 197 отраслевых групп акций за предшествующее полугодие. Все шесть групп, продемонстрировавших лучшие показатели, были связаны с товарными рынками: добыча золота (1), продукты питания – производство сахара (2), добыча серебра (3), нефть и газ – эксплуатация месторождений (4), нефть и газ – подводное бурение (5), нефть и газ – международные компании (6). Акции еще четырех групп нефтяной отрасли также вошли в первую двадцатку. Разительный контраст представляли акции банков и ссудно-сберегательных ассоциаций, оказавшиеся в нижней части списка. За последние пять месяцев 1989 года и январь 1990 года акции крупнейших банков заняли 193 место из 197 групп. Акции ссудно-сберегательных ассоциаций сумели подняться чуть выше – на 147 место. По результатам этих шести месяцев большинство акций,

связанных с товарными рынками, вошли в первые 10% рейтинга, а большинство банковских акций – в последние 25%.

Но такая расстановка сил была характерна не для всего 1989 года. В первой его половине финансовые акции были сильнее акций золотодобывающих и нефтяных компаний. Однако к концу года положение изменилось: усилилось инфляционное давление, началось повышение процентных ставок. В довершение всех бед, обвал доллара и рынка акций осенью 1989 года вызвал всплеск инфляционных ожиданий и переток средств из финансовых акций в акции золотодобывающих и нефтяных компаний. Силы, так благотворно повлиявшие на инфляционные (товарные) акции – рост инфляции и процентных ставок – нанесли серьезный ущерб акциям, чувствительным к процентным ставкам, таким как акции ссудно-сберегательных ассоциаций и крупнейших банков. Резкое падение курсов акций, чувствительных к процентным ставкам, в октябре 1989 года также предупредило о возможном ослаблении рынка в целом.

ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ ССУДНО-СБЕРЕГАТЕЛЬНЫМИ АКЦИЯМИ И ИНДЕКСОМ ДООУ-ДЖОНСА

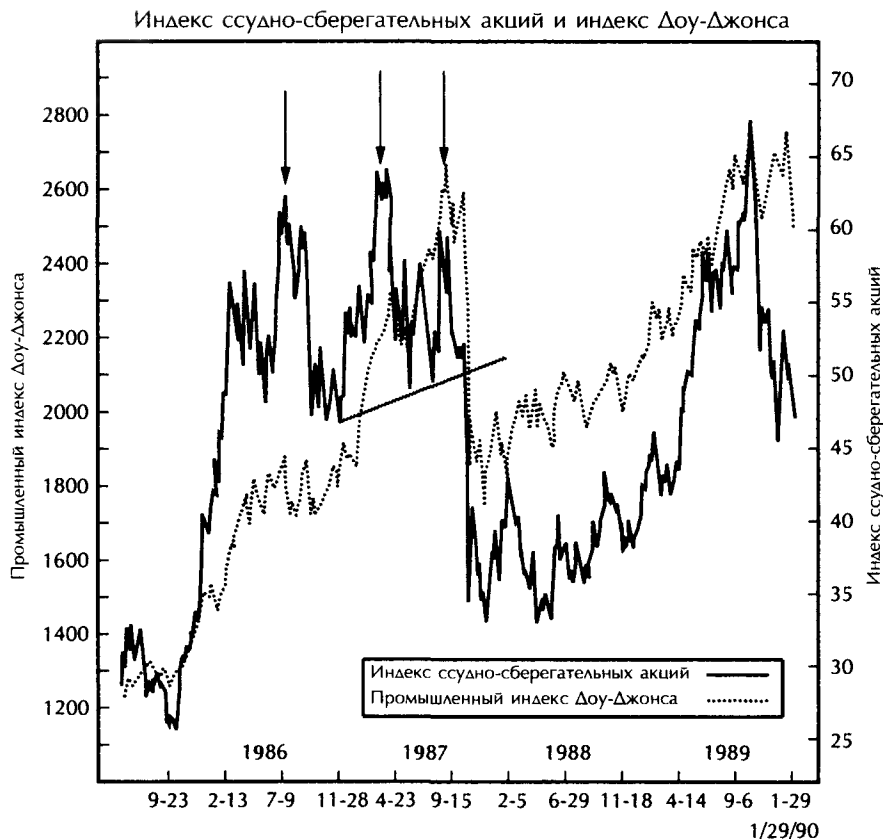
На рисунке 9.14 сравниваются индекс акций ссудно-сберегательных ассоциаций S&P и промышленный индекс Доу-Джонса с 1985 по начало 1990 года. Акции ссудно-сберегательных ассоциаций (savings and loan associations) обычно поворачивают вниз раньше рынка в целом. Это хорошо видно на примере событий второй половины 1987 года и последнего квартала 1989 года. В 1986–87 годах индекс ссудно-сберегательных акций формировал долгосрочную модель разворота «голова и плечи». Летом 1987 года, когда рынок продолжал устанавливать новые максимумы, на графике индекса ссудно-сберегательных акций образовалось «правое плечо» модели. Данное медвежье расхождение свидетельствовало о том, что подъем рынка акций в опасности. Резкое падение индекса ссудно-сберегательных акций в последнем квартале 1989 года также стало предупреждением о грядущем ослаблении рынка акций. Рисунок 9.15 позволяет подробнее рассмотреть события 1989 года. Несмотря на повышение индекса Доу в декабре, в ходе которого он приблизился к уровню октябрьского максимума, ссудно-сберегательные и другие чувствительные к процентным ставкам акции продолжали стремительно падать в цене, посылая медвежьи сигналы о «ненадежности» подъема рынка.

ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ ССУДНО-СБЕРЕГАТЕЛЬНЫМИ АКЦИЯМИ И ОБЛИГАЦИЯМИ

На рисунке 9.16 индекс ссудно-сберегательных акций S&P сравнивается с ценами на казначейские облигации. Стрелками отмечены соответствующие точки разворота индекса ссудно-сберегательных акций и рынка облигаций. Обратите внимание, что движение цен казначейских облигаций оказывает серьезное влияние на цены ссудно-сберегательных акций. В 1986–87 годах ценовая динамика ссудно-сберегательных акций определялась двумя противоположно направленными силами: бычьим давлением со стороны растущего рынка акций и медвежьим – со стороны падающего рынка облигаций. Когда летом 1987 года ссудно-сберегательные акции формировали «правое плечо» модели «голова и плечи», рынок облигаций уже находился в состоянии свободного падения. Очевидно, что обвал рынка облигаций (и соответствующее повышение процентных ставок) сначала затронул акции, чувствительные к процентным ставкам, а затем уже весь рынок акций. Таким образом, рынок облигаций стал опережающим индикатором для акций, чувствительных к процентным ставкам, а те в свою очередь – опережающим индикатором для рынка акций в целом.

РИСУНОК 9.14

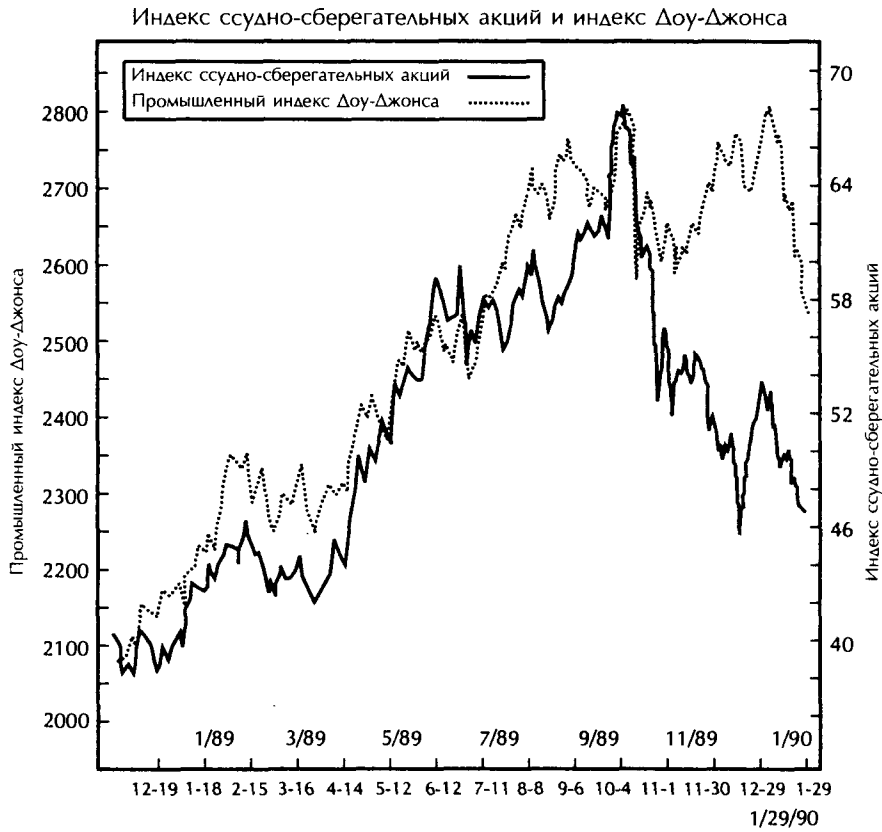
Зависимость между индексом ссудно-сберегательных акций S&P и промышленным индексом Доу-Джонса с 1985 по конец 1989 года. Индекс ссудно-сберегательных акций повернул вниз раньше индекса Доу-Джонса в 1987 году, а затем осенью 1989 года. В августе 1987 года, когда рынок акций устанавливал новые максимумы, индекс ссудно-сберегательных акций формировал третий пик модели «голова и плечи». Акции, чувствительные к процентным ставкам, обычно поворачивают вниз раньше индекса Доу-Джонса.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК 9.15

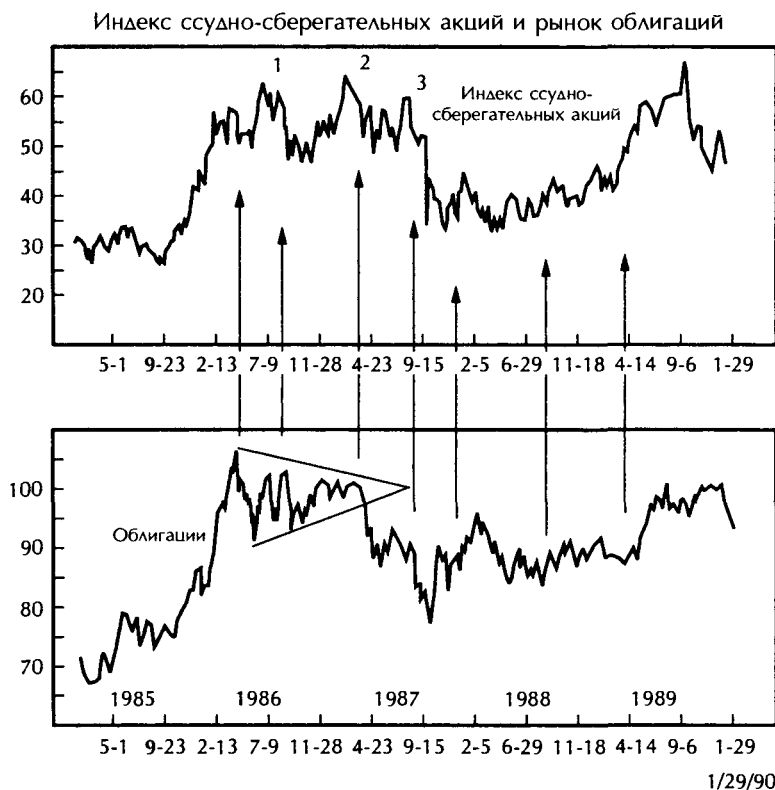
Цены ссудно-сберегательных акций достигли пика в октябре 1989 года одновременно с индексом Доу-Джонса. Однако декабрьское повышение индекса Доу не было подтверждено повышением цен ссудно-сберегательных акций. Это отрицательное расхождение следовало рассматривать как медвежий сигнал для рынка в целом.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК 9.16

Группа ссудно-сберегательных акций демонстрирует сильную корреляцию с рынком казначейских облигаций. В 1987 году индекс ссудно-сберегательных акций повернул вниз под давлением рынка облигаций. Неудавшийся подъем на рынке облигаций осенью 1987 года стал одной из главных причин последующего обвала цен ссудно-сберегательных акций.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

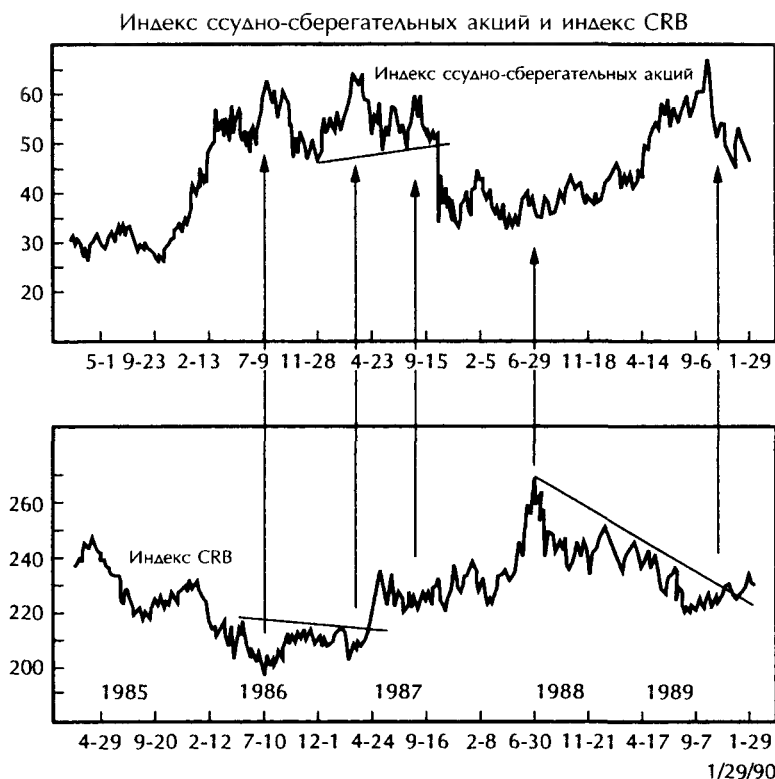
Из рисунка 9.16 также видно, что в четвертом квартале 1989 года рынок облигаций замедлил свой рост и затем повернул вниз, образовав ярко выраженную «двойную вершину». Прекращение подъема рынка облигаций и последующий рост процентных ставок привели к резкому падению цен финансовых акций. Следует отметить, однако, что в данном случае понижение началось с акций, чувствительных к процентным ставкам, а рынок облигаций оказался в роли отстающего.

ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ ССУДНО-СБЕРЕГАТЕЛЬНЫМИ АКЦИЯМИ И ИНДЕКСОМ CRB

Если ценовые тенденции облигаций и акций, чувствительных к процентным ставкам, направлены в одну сторону, то индекс CRB должен двигаться в противоположном обоим рынкам направлении. На рисунке 9.17 сравниваются индекс ссудно-сберегательных акций и индекс CRB. Повышение индекса CRB должно оказывать медвежье воздействие на ссудно-сберегательные акции, а его понижение – бычье. Именно это и отражено на рисунке 9.17: в 1986–87 годах индекс CRB сформировал модель основания «голова и плечи», а индекс ссудно-сберегательных акций – модель вершины «голова и плечи». Но

РИСУНОК 9.17

В 1985—90 годах между индексом ссудно-сберегательных акций и индексом CRB наблюдалась сильная отрицательная корреляция. Пик индекса ссудно-сберегательных акций в 1987 году стал зеркальным отражением минимума индекса CRB. Разворот индекса CRB вниз в середине 1988 года способствовал повышению индекса ссудно-сберегательных акций. Пик индекса ссудно-сберегательных акций осенью 1989 года совпал с прорывом нисходящей линии тренда индекса CRB.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

формирование этих моделей не было синхронным. «Левое плечо» индекса ссудно-сберегательных акций в 1986 году совпадает со средней впадиной («головой») индекса CRB. Третья впадина («правое плечо») индекса CRB весной 1987 года совпадает со средним пиком («головой») индекса ссудно-сберегательных акций. «Правое плечо» индекса ссудно-сберегательных акций образовалось в августе 1987 года, уже после завершения модели основания на графике индекса CRB, и соотносится с возникшим в тот же месяц пиком на рынке акций. Тем не менее очевидно, что динамика индекса ссудно-сберегательных акций была обусловлена прежде всего слабостью рынка облигаций и силой индекса CRB.

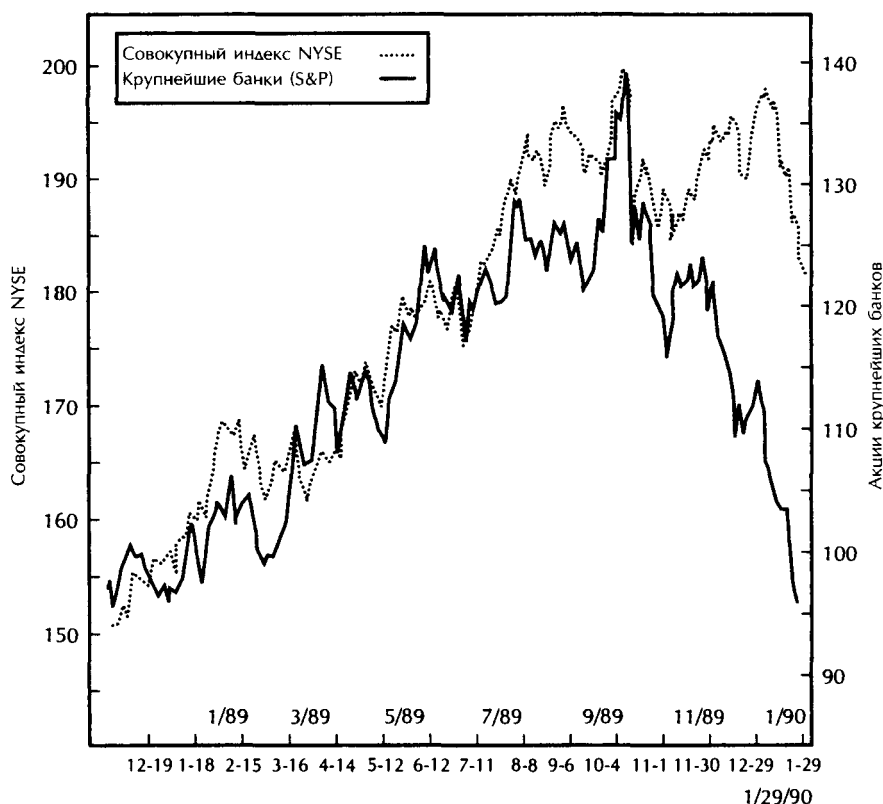
С лета 1987 по лето 1988 года ссудно-сберегательные акции находились под постоянным давлением, а индекс CRB продолжал расти. Летом 1988 года индекс CRB повернул вниз и началось его 12-месячное падение. В том же году ссудно-сберегательные акции стали быстро расти в цене. Из рисунка видно, что осенью 1989 года пик индекса ссудно-сберегательных акций почти совпал по времени с прорывом индексом CRB годовой нисходящей линии тренда. Поскольку ссудно-сберегательные акции тесно связаны с рынком облигаций, а рынок облигаций и индекс CRB движутся в противоположных направлениях, вполне естественно, что между акциями ссудно-сберегательных ассоциаций и индексом CRB существует сильная обратная зависимость.

ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ АКЦИЯМИ КРУПНЕЙШИХ БАНКОВ И СОВОКУПНЫМ ИНДЕКСОМ НЬЮ-ЙОРКСКОЙ ФОНДОВОЙ БИРЖИ

Повышение процентных ставок в конце восьмидесятых годов негативно сказалось еще на одной группе – акциях *крупнейших банков* (money center banks). На рисунке 9.18 сравниваются групповой индекс акций крупнейших банков S&P и совокупный индекс Нью-йоркской фондовой биржи в 1989 и в начале 1990 года. До октября 1989 года повышение цен акций крупнейших банков шло в ногу с рынком акций. Оба индекса достигли пика в октябре 1989 года. Но индекс Нью-йоркской фондовой биржи быстро восстановился и затем рос до начала января, а акции крупнейших банков продолжали стремительно дешеветь. Отчасти это было вызвано теми же причинами, что и снижение цен ссудно-сберегательных и других акций, чувствительных к процентным ставкам: падением цен на облигации (ростом процентных ставок) и укреплением товарных рынков (особенно рынка нефти). Слабость акций крупнейших банков предупредила технических аналитиков рынка акций еще и о

РИСУНОК 9.18

Зависимость между акциями крупнейших банков и совокупным индексом Нью-йоркской фондовой биржи. Акции крупнейших банков, чувствительные к процентным ставкам, также быстро падали в цене с октября 1989 по январь 1990 года. Причинами обвала финансовых акций были рост процентных ставок и падение цен на облигации. Слабость сектора финансовых акций способствовала понижению рынка акций в целом.



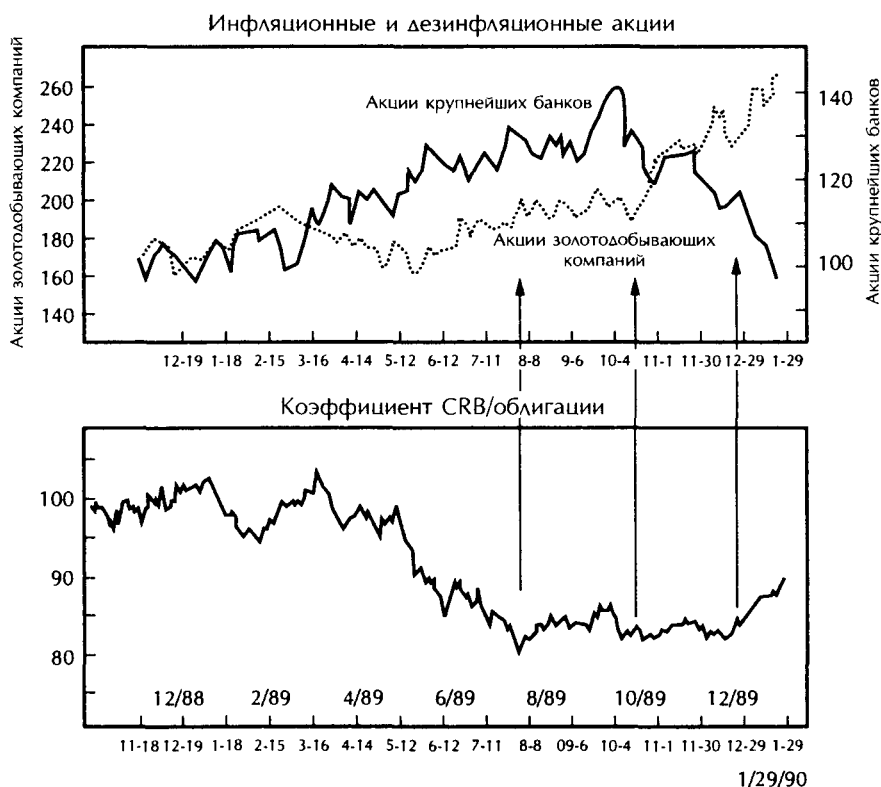
том, что попытка рыночных индексов подняться до новых максимумов, скорее всего, обречена на неудачу; по крайней мере, пока не стабилизируются цены акций, чувствительных к процентным ставкам.

ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ АКЦИЯМИ ЗОЛОТОДОБЫВАЮЩИХ КОМПАНИЙ И КРУПНЕЙШИХ БАНКОВ

На рисунке 9.19 продемонстрированы еще два способа анализа взаимосвязи между инфляционными и дезинфляционными акциями. В верхней рамке сравниваются групповой индекс акций золотодобывающих компаний S&P и групповой индекс акций крупнейших банков S&P. До осени 1989 года акции крупнейших банков демонстрировали гораздо более высокие результаты по сравнению с акциями золотодобывающих компаний. Однако с октября 1989 года ситуация коренным образом изменилась. Бумаги крупнейших банков начали стремительно падать в цене, а бума-

РИСУНОК 9.19

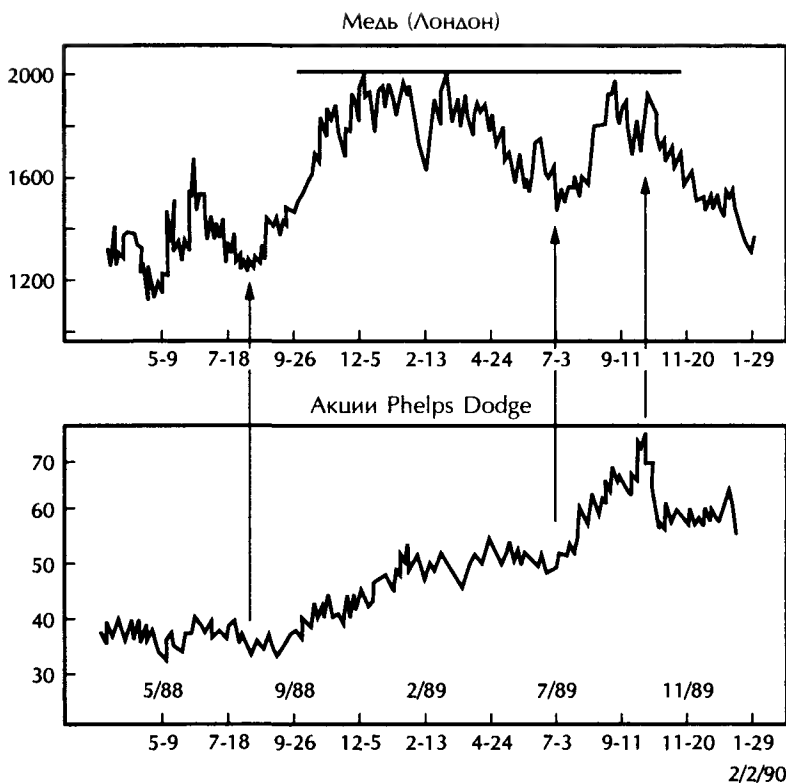
В верхней части рисунка сравниваются цены акций золотодобывающих компаний и крупнейших банков в конце 1989 года. Часть средств от продажи финансовых акций была переведена в акции золотодобывающих компаний. Нижний график представляет собой коэффициент отношения, полученный делением индекса CRB на цены казначейских облигаций. Формирование модели основания на графике коэффициента с августа 1989 года и последующий прорыв вверх подтвердили факт усиления товарных рынков и ослабления рынка облигаций. Это благотворно сказалось на инфляционных акциях (в частности, золотодобывающих и нефтяных компаний) и ударило по акциям, чувствительным к процентным ставкам.



ги золотодобывающих компаний быстро пошли вверх. Нижний график, представляющий собой коэффициент относительной силы, полученный делением индекса CRB на цены облигаций, отчасти объясняет этот резкий сдвиг в относительной динамике акций, обеспеченных материальными активами, и акций, чувствительных к процентным ставкам. В начале года, когда коэффициент CRB/облигации падал, преимущества были на стороне акций, чувствительных к процентным ставкам. Однако в августе 1989 года коэффициент CRB/облигации достиг минимума и в течение почти всего четвертого квартала стабилизировался. В декабре он легко преодолел уровень сопротивления, тем самым окончательно подтвердив факт смены тенденции. Преимущество рынка облигаций, сохранявшееся в течение года, исчезло, и маятник качнулся в сторону акций, обеспеченных материальными активами. Этим и объясняется интенсивный переток средств из финансовых в товарные акции, который предупредил о повышении процентных ставок, что оказало в итоге медвежье давление на рынок акций.

РИСУНОК 9.20

Зависимость между ценами на медь (Лондонская биржа цветных металлов) и акции компании Phelps Dodge, крупнейшего производителя меди в США. Образование второго пика «двойной вершины» на рынке меди осенью 1989 года и последующий обвал цен на медь совпали с резким падением курса акций Phelps Dodge. Стрелки показывают, что повышение цен на медь благотворно сказывалось на курсе акций Phelps Dodge.



РЕЗЮМЕ

В этой главе была показана важность межрыночных сравнений различных фьючерсных рынков и соответствующих групп акций. Мы убедились, что многие группы акций тесно связаны с определенными товарными рынками (такими как рынки нефти, золота, серебра, меди, алюминия, сахара и т.д.). Поскольку цены на эти товары и связанные с ними группы акций движутся в одном направлении, необходимо внимательно изучать их относительную динамику. Ценовые тенденции акций, чувствительных к процентным ставкам (например, акций ссудно-сберегательных ассоциаций и крупнейших банков), обычно имеют одно направление с тенденцией рынка облигаций и обратное – с тенденцией товарных рынков. Наблюдение за коэффициентом CRB/облигации позволяет определить, куда следует вкладывать средства: в инфляционные (товарные) или дезинфляционные (чувствительные к процентным ставкам) акции. Акции, чувствительные к процентным ставкам, обычно достигают вершин и оснований с опережением рынка акций в целом, поскольку они тесно связаны с рынком облигаций.

Не все товарные группы движутся в одном направлении. Цены на медь и алюминий упали во второй половине 1989 года (как и большинство цен на промышленное сырье), вызвав ослабление акций медных и алюминиевых компаний (см. рис. 9.20). Слабость рынка меди в конце 1989 года также была обусловлена слабостью рынка акций в связи с ожидающимся спадом экономики. В главе 13 будет рассмотрена роль рынка меди в экономическом прогнозировании и его связь с рынком акций. Мы также подробно сравним динамику товарных акций и акций, чувствительных к процентным ставкам, в точках разворота экономического цикла.

Еще одну группу, о которой вскользь упоминалось в данной главе, представляют акции коммунальных предприятий. В главе 10 мы определим роль и место коммунального индекса Доу-Джонса в межрыночном анализе, а также целесообразность использования этого индекса в качестве опережающего индикатора промышленного индекса Доу-Джонса.

Коммунальный индекс Доу-Джонса как опережающий индикатор рынка акций

Теория Доу основывается на сравнении двух индексов Доу-Джонса: транспортного и промышленного. Одна из основных предпосылок теории состоит в том, что оба индекса должны двигаться в одном направлении. Иными словами, их тенденции должны подтверждать друг друга. Меньшей популярностью среди аналитиков пользуется третий индекс Доу, который ежедневно публикуется на страницах Wall Street Journal – *коммунальный индекс Доу-Джонса*. Тем не менее, многолетняя история свидетельствует о том, что *этот индекс обычно превосходит развороты промышленного индекса Доу-Джонса*.

Тенденция акций коммунальных предприятий к опережению рынка акций вытекает из их относительно тесной связи с рынком облигаций, который также является опережающим индикатором рынка акций. Коммунальный индекс – еще одно звено в цепи межрыночных связей между рынками облигаций и акций. Акции коммунальных предприятий очень чувствительны к процентным ставкам и поэтому реагируют на их изменения (отражающиеся в динамике рынка облигаций) раньше, чем рынок акций в целом. Зависимостью коммунальных акций от направления движения процентных ставок и инфляции объясняется и то влияние, которое оказывают на них тенденции курса доллара и товарных рынков. Поэтому коммунальный индекс Доу-Джонса является важным компонентом системы межрыночных связей.

ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ КОММУНАЛЬНЫМ И ПРОМЫШЛЕННЫМ ИНДЕКСАМИ ДОУ-ДЖОНСА

Прежде чем перейти к сравнению промышленного и коммунального индексов Доу-Джонса в последние годы, рассмотрим их взаимосвязь на более протяженном отрезке времени. Начиная с 1970 года, развороты долгосрочных тенденций коммунального индекса пять раз опережали аналогичные развороты промышленного индекса Доу-Джонса.

1. Ноябрьский пик коммунального индекса 1972 года на два месяца опередил пик промышленного индекса Доу, появившийся в январе 1973 года. Далее оба индекса падали до второй половины 1974 года.

2. В 1974 году сентябрьский минимум коммунального индекса на три месяца опередил минимум промышленного индекса, образовавшийся в декабре. Затем оба индекса росли в течение двух лет.
3. Коммунальный индекс достиг очередного пика в январе 1981 года, опередив апрельский пик промышленного индекса на три месяца. После этого оба индекса понижались до лета 1982 года.
4. Коммунальный индекс повернул вверх в июле 1982 года, опередив августовский минимум промышленного индекса на один месяц. Оба индекса потом повышались до 1987 года.
5. В январе 1987 года коммунальный индекс достиг важного пика, опередив августовский пик промышленного индекса на семь месяцев.

На протяжении этих двух десятилетий коммунальный индекс Доу только в трех случаях «не сумел» опередить промышленный индекс Доу при разворотах долгосрочных тенденций. В марте 1980 года оба индекса одновременно достигли минимума. В 1970 году промышленный индекс повернул вверх на месяц раньше коммунального. В 1977 году промышленный индекс достиг пика на шесть месяцев раньше, чем коммунальный индекс. В восьми случаях разворота долгосрочных тенденций с 1970 года пять раз лидировал коммунальный индекс, один раз разворот произошел одновременно, и только два раза лидировал промышленный индекс. Особенно впечатляет предрасположенность коммунального индекса к опережению на вершинах рынка.

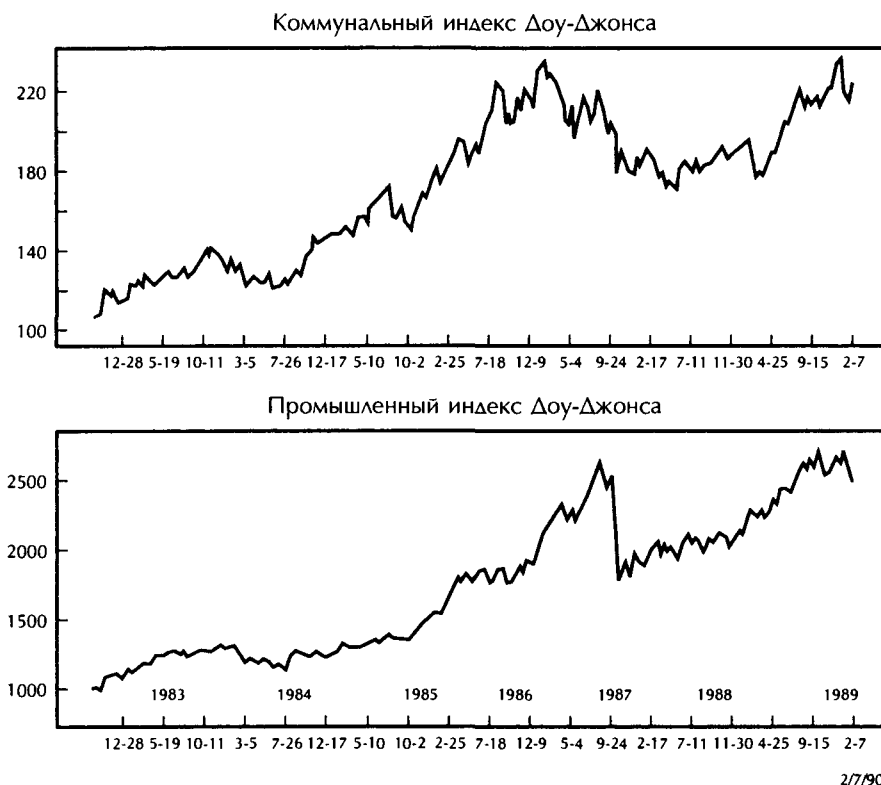
Результаты исследований Джона Г. Макгинли, мл. (*Technical Trends*, P.O. Box 792, Wilton, CT 06897) свидетельствуют о том, что с 1960 года коммунальный индекс Доу-Джонса опережал каждый пик промышленного индекса Доу-Джонса за исключением единственного пика в 1977 году. В среднем период опережения за эти 30 лет составил три месяца, а его фактическая длительность варьировалась от одного до десяти месяцев. Отчасти такое опережение объясняется тесной связью акций коммунального сектора с рынком облигаций, которая будет рассмотрена ниже. А пока сопоставим динамику акций коммунальных предприятий и рынка акций в целом за последнее время.

На рисунке 10.1 сравниваются коммунальный и промышленный индексы Доу-Джонса с 1983 по начало 1990 года. Наше исследование начнется с более длительного отрезка времени, затем мы внимательно рассмотрим взаимосвязь индексов в недавнем прошлом, а также расширим рамки межрыночных сравнений за счет включения товарных рынков и рынка облигаций. Как видно из рисунка 10.1, коммунальный и промышленный индексы Доу-Джонса обычно растут и падают одновременно. Пока оба индекса движутся в одном направлении, они просто подтверждают тенденции друг друга. Важное аналитическое значение имеют расхождения между ними. Рисунок 10.2 позволяет подробнее изучить вершину 1987 года.

Коммунальный индекс Доу достиг пика в январе 1987 года и начал ослабевать. (Ниже будет показано, что одной из причин этого разворота была слабость рынка облигаций.) Падение коммунального индекса привело к значительному отрицательному расхождению между ним и промышленным индексом Доу, который еще семь месяцев продолжал расти. Когда в августе промышленный индекс приблизился к своему пику, коммунальный индекс уже формировал «правое плечо» модели «голова и плечи» (в предыдущей главе мы обсуждали аналогичную модель вершины, образованную чувствительными к процентным ставкам *ссудно-сберегательными* акциями). Несмотря на относительно длинный семимесячный период опережения, пик коммунального индекса Доу в январе 1987 года ясно предупредил о том, что подъем рынка акций приближается к опасной черте и необходимо внимательно отслеживать любые медвежьи признаки в динамике индексов.

РИСУНОК 10.1

Сравнение коммунального и промышленного индексов Доу-Джонса с 1983 по начало 1990 года. Как правило, оба индекса движутся в одном направлении. Расхождение между ними обычно служит сигналом изменения тенденции. В 1987 году коммунальный индекс достиг пика на семь месяцев раньше промышленного.



2/7/90

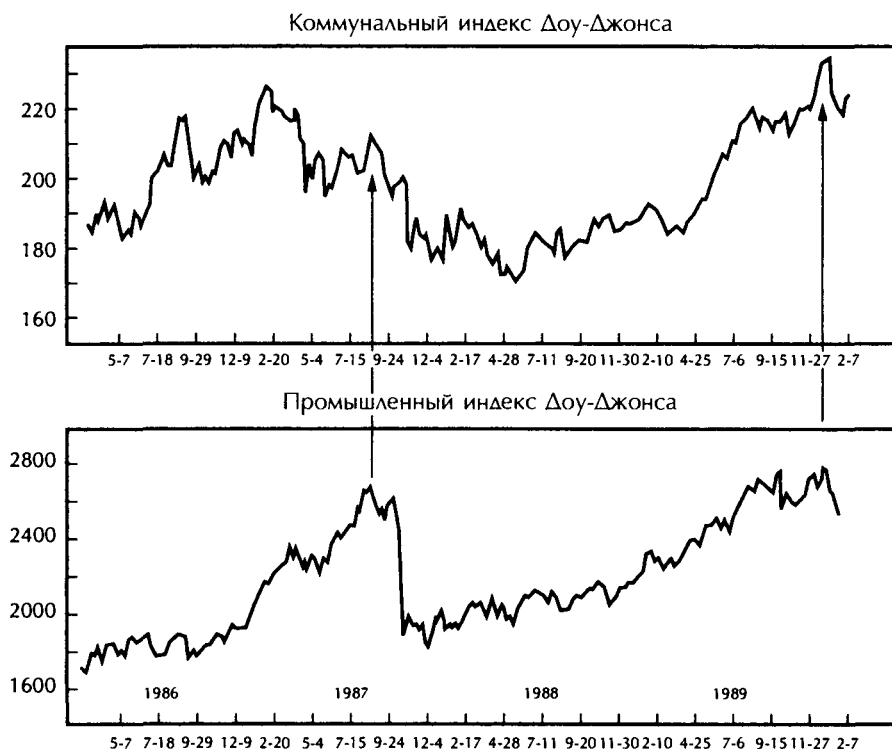
Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

Оба индекса повышались до осени 1989 года, а в самом его конце между ними опять образовалось расхождение. На этот раз коммунальный индекс легко преодолел уровень рекордного максимума, установленного в 1987 году, а промышленному индексу не удалось подняться выше пика двухнедельной давности. Исходя из исторически сложившейся нормальной взаимосвязи между индексами, подъем коммунального индекса к новым максимумам можно было расценивать как положительный знак. Многим аналитикам сила коммунального индекса внушила надежду на дальнейший рост и промышленного индекса. Подробнее события конца 1989 года отражены на рисунке 10.3.

На рисунке 10.3 сравниваются коммунальный и промышленный индексы Доу-Джонса в течение четвертого квартала 1989 и первых двух месяцев 1990 года. В середине октября оба индекса резко упали, а затем повышались до начала января. Несмотря на в целом сильное соответствие между графиками, коммунальный индекс смог установить новые максимумы, а промышленному не удалось преодолеть уровень октябрьского пика. В то же время в краткосрочном плане последний подъем промышленного индекса не был подтвержден коммунальным индексом. В течение первой недели 1990 года коммунальный индекс завершил формирование «двойной вершины» и прорвал восходящую линию тренда. Аналогичный прорыв промышленного индекса произошел неделю спустя.

РИСУНОК 10.2

В августе 1987 года промышленный индекс Доу-Джонса устанавливал рекордные максимумы, а коммунальный индекс формировал «правое плечо» модели «голова и плечи», создавая тем самым медвежье расхождение. Оба индекса повышались до осени 1989 года. Повышение коммунального индекса в самом конце 1989 года не было подтверждено промышленным индексом.



2/7/90

Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

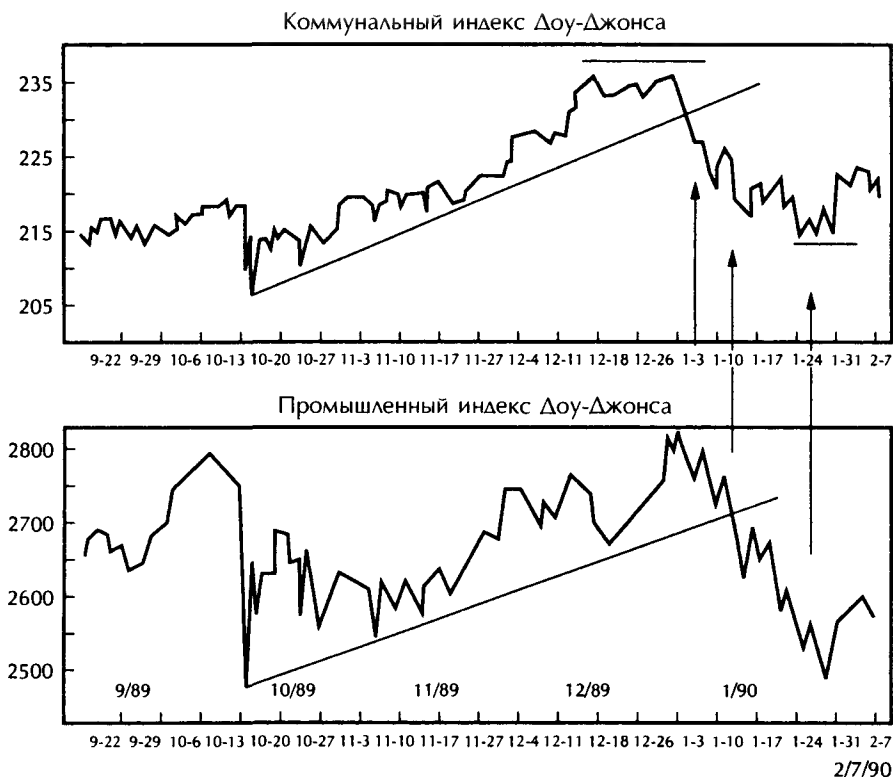
В конце января коммунальный индекс также стабилизировался на несколько дней раньше промышленного индекса. В обоих случаях коммунальный индекс опережал промышленный не больше чем на неделю. Особую важность представляет то, что коммунальному индексу удалось стабилизироваться выше уровня своих октябрьских минимумов. Прорыв этого уровня можно было бы рассматривать как весьма отрицательный признак для рынка акций в целом.

РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ ОПЕРЕЖАЕТ ПИКИ КОММУНАЛЬНОГО ИНДЕКСА

Как мы увидели из рисунка 10.3, в новом году коммунальный индекс Доу-Джонса прорвал восходящую линию тренда примерно на неделю раньше, чем промышленный. Если взглянуть на ситуацию шире, то становится ясно, какие межрыночные силы вызвали понижение коммунального индекса. На рисунке 10.4 коммунальный индекс Доу сравнивается с фьючерсами на казначейские облигации за тот же период времени. Обратите внимание, что *повышение коммунального индекса в четвертом квартале 1989 года не было подтверждено рынком облигаций*. Пока акции коммунальных предприятий устанавливали новые максимумы, рынок облигаций

РИСУНОК 10.3

На первой неделе 1990 года коммунальный индекс Доу завершил формирование модели «двойная вершина» и прорвал восходящую линию тренда, опередив на неделю подобный прорыв промышленного индекса. В конце января 1990 года коммунальный индекс стабилизировался на несколько дней раньше промышленного.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

стоял в торговом коридоре. На последней неделе 1989 года цены на облигации прорвали уровень поддержки и упали до минимальной отметки за истекшие два месяца. Этот прорыв на рынке облигаций опередил аналогичный прорыв коммунального индекса Доу-Джонса на неделю. В правой части рисунка видно, что коммунальный индекс стабилизируется, а рынок облигаций начинает формировать потенциальное основание. Подъем чувствительных к процентным ставкам коммунальных акций, по всей вероятности, следует расценивать как сигнал скорого повышения рынка облигаций.

Теперь расширим сферу межрыночных сравнений и включим в нее товарные рынки. Из рисунка 10.5 видно, что медвежий прорыв рынка облигаций на последней неделе 1989 года (ставший одной из причин падения коммунального индекса неделю спустя) совпал с бычьим прорывом индекса CRB. Нижний график демонстрирует главную причину неспособности рынка облигаций установить новые максимумы в четвертом квартале – повышение товарных цен (рынки товаров и облигаций обычно движутся в противоположных направлениях). Бычий прорыв индекса CRB на последней неделе года вызвал быстрое снижение цен облигаций.

На рисунке 10.6 представлен главный виновник роста товарных цен и падения цен на акции коммунальных предприятий и облигации. В декабре 1989 года цены на сырую нефть стремительно пошли вверх (под влиянием поистине взрывного

РИСУНОК 10.4

В последнюю неделю декабря 1989 года фьючерсные цены на облигации установили двухмесячный минимум, опередив на неделю медвежий прорыв коммунального индекса Дюу-Джонса. Цены облигаций обычно опережают коммунальный индекс Дюу. Повышение цен коммунальных акций в самом конце января 1990 года способствовало некоторой стабилизации рынка облигаций.

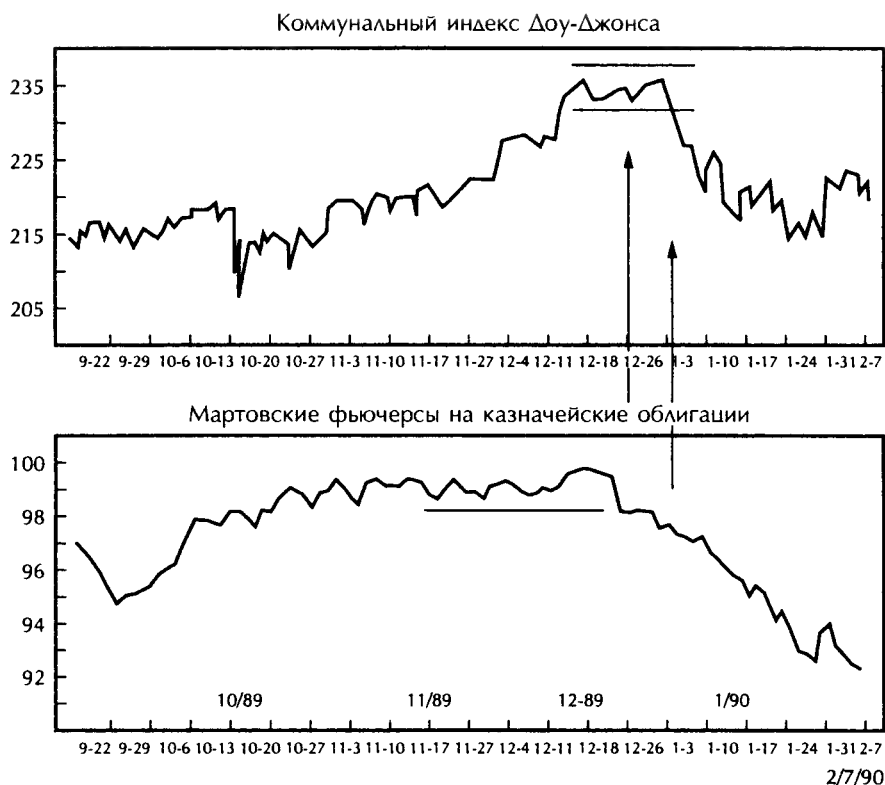
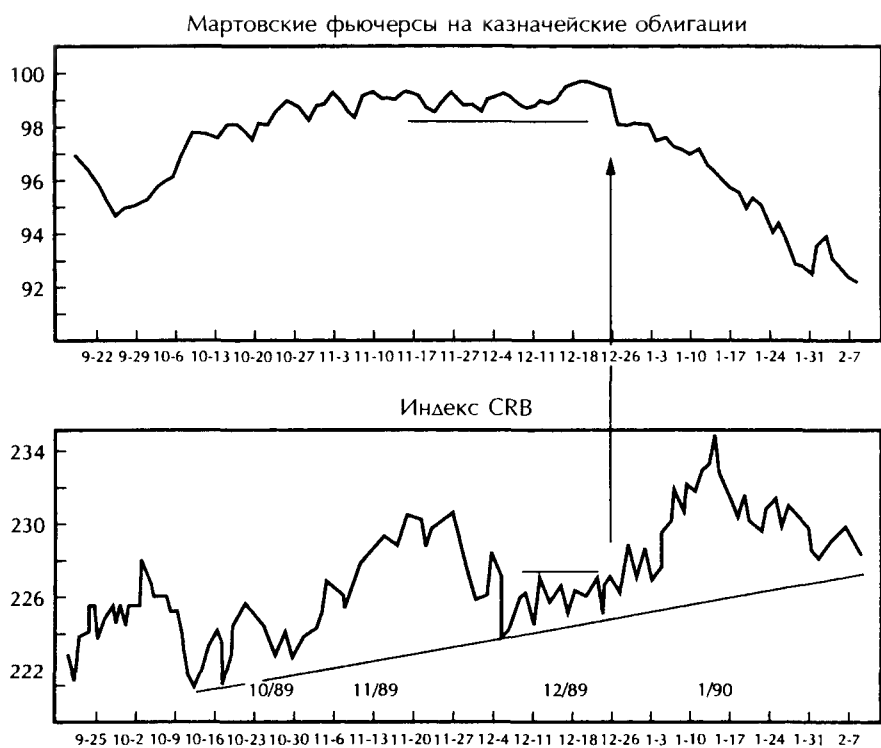


РИСУНОК 10.5

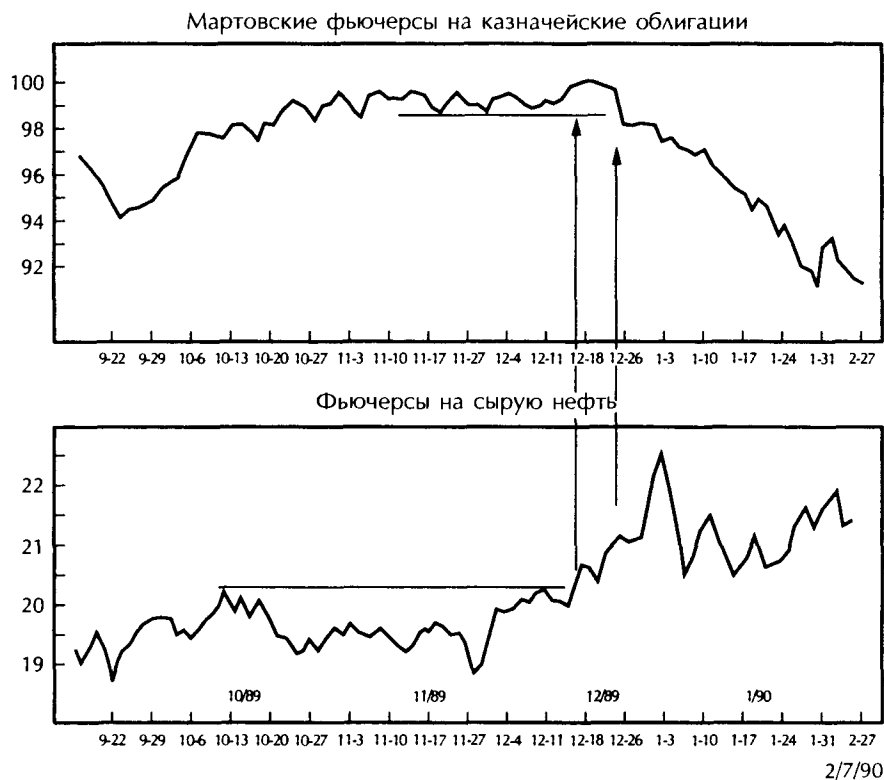
Медвежий прорыв фьючерсных цен облигаций на последней неделе 1989 года совпал с бычьим прорывом индекса фьючерсных цен CRB (нижний график). Повышение индекса CRB, начавшееся в конце лета 1989 года, помешало возобновлению восходящей тенденции на рынке облигаций.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК 10.6

Бычий прорыв фьючерсных цен на сырую нефть в середине декабря 1989 года стал одной из главных причин падения рынка облигаций. Рост цен на нефть вызвал ослабление рынков облигаций во всем мире (особенно в Японии), что не могло не сказаться и на американских облигациях.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

повышения цен на мазут). Наверное, в большей чем любой иной фактор степени, рост цен на нефть способствовал резкому усилению инфляционных ожиданий среди участников финансовых рынков (не только в США, но и во всем мире) и падению рынка облигаций. Повышение цен на нефть ударило по рынку облигаций с еще одной стороны. Японская экономика полностью зависит от импорта нефти. Взлет цен на нефть в декабре (в сочетании со слабостью японской иены) ускорил темпы инфляции в Японии и привел к обвалу цен на японском рынке облигаций. Как уже говорилось в главе 8, ослабление мировых рынков облигаций отразилось и на рынке облигаций США. В крайней правой части рисунка 10.6 видно, что рынок нефти начинает слабеть, благодаря чему снижается медвежье давление на рынок облигаций (и в свою очередь на коммунальный и промышленный индексы Доу-Джонса).

ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ КОММУНАЛЬНЫМ ИНДЕКСОМ И РЫНКОМ ОБЛИГАЦИЙ ЗА БОЛЕЕ ДЛИТЕЛЬНЫЙ ПЕРИОД

В предшествующих главах мы обсуждали волнообразный характер взаимосвязи различных финансовых секторов. В конце 1989 года товарные рынки (в особенности рынок нефти) начали расти; рынок облигаций повернул вниз; через неделю за ним

последовали чувствительные к процентным ставкам акции коммунальных предприятий; а еще через неделю начал понижаться рынок акций в целом. Признание тесной связи между акциями коммунальных предприятий и облигациями является ключом к пониманию отношений между коммунальным и промышленным индексами Доу-Джонса. Как правило, разворот тенденции происходит сначала на рынке облигаций (особенно чувствительном к инфляции). Наиболее чувствительные к процентным ставкам акции коммунальных предприятий поворачивают в том же направлении раньше рынка акций в целом. Рынок акций, представленный промышленным индексом Доу-Джонса, обычно разворачивается последним.

На рисунках 10.7 и 10.8 сравниваются индекс 20 облигаций Доу-Джонса и коммунальный индекс Доу-Джонса. Сильная корреляция между облигациями и коммунальными акциями не вызывает сомнений. Оба индекса достигли пика в первой половине 1987 года, опередив августовскую вершину рынка акций на несколько месяцев. (Хотя индекс 20 облигаций Доу-Джонса установил новые максимумы в начале 1987 года, казначейским облигациям это не удалось, в результате чего они образовали отрицательное расхождение с коммунальным индексом Доу.) Оба ин-

РИСУНОК 10.7

Между коммунальным индексом Доу-Джонса и индексом 20 облигаций Доу-Джонса наблюдается сильная положительная корреляция. В первой половине 1987 года оба индекса повернули вниз, а затем вместе повышались до четвертого квартала 1989 года. В самом конце 1989 года оба начали проявлять признаки слабости.



РИСУНОК 10.8

Зависимость между коммунальным индексом Доу-Джонса и индексом 20 облигаций Доу-Джонса в течение 1989 года. Рынок облигаций не смог установить новые максимумы в четвертом квартале и сформировал «двойную вершину», что привело к его медвежьему расхождению с коммунальным индексом.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

декса одновременно повышались до четвертого квартала 1989 года. В конце 1989 года индекс облигаций сформировал второй пик «двойной вершины», не подтвердив тем самым подъем коммунального индекса к новым максимумам (см. рис. 10.8).

ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ ИНДЕКСОМ CRB, РЫНКОМ ОБЛИГАЦИЙ И КОММУНАЛЬНЫМ ИНДЕКСОМ

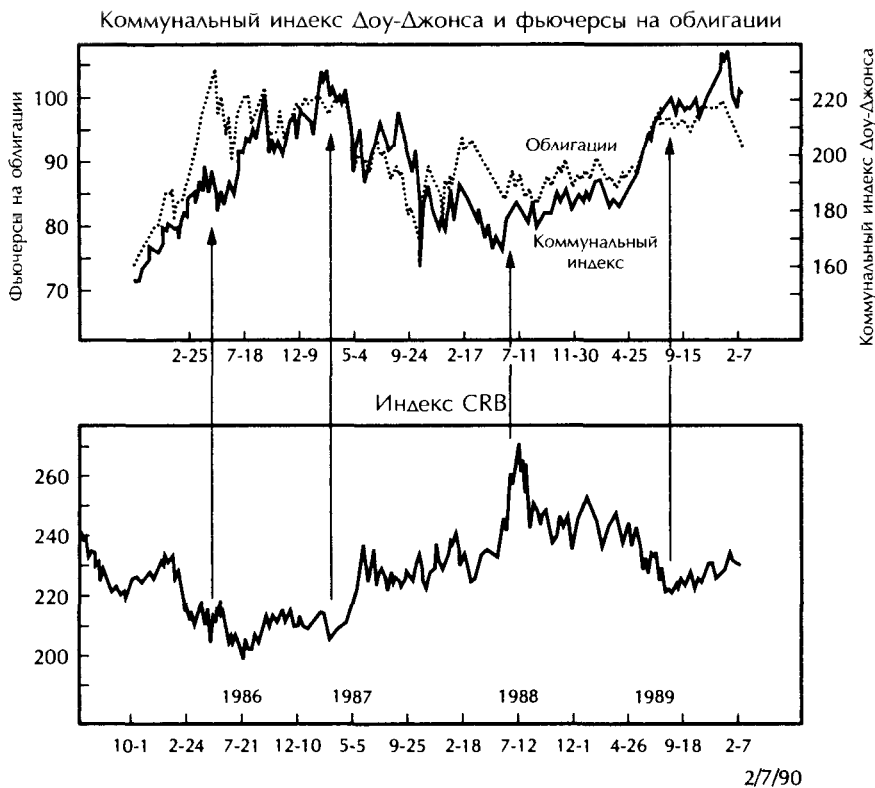
Если коммунальный индекс Доу-Джонса движется в одном направлении с рынком облигаций, то с товарными рынками он должен двигаться в противоположных направлениях. На рисунке 10.9 казначейские облигации и акции коммунальных предприятий (верхняя рамка) сравниваются с индексом CRB (нижняя рамка). В начале 1987 и в конце 1989 года между ценами казначейских облигаций и коммунальным индексом Доу наблюдалось отрицательное расхождение. Оба раза под влиянием слабости рынка облигаций коммунальный индекс поворачивал вниз. Однако, как видно из нижнего графика, ослаблению рынка облигаций и коммунального индек-

са в обоих случаях соответствовало повышению индекса CRB. Последние пики коммунального индекса и рынка облигаций в начале 1987 года сформировались одновременно со впадинами индекса CRB. Медвежий прорыв на двух финансовых рынках весной 1987 года совпал с бычьим прорывом индекса CRB.

Пик индекса CRB в середине 1988 года способствовал повышению рынка облигаций и коммунального индекса, которое продолжалось больше года. Наконец, осенний минимум индекса CRB в 1989 году определил медвежий разворот рынка облигаций и коммунального индекса. Мы установили, что между коммунальным индексом и рынком облигаций существует положительная связь, а между рынком облигаций и товарными рынками – отрицательная. Отсюда следует, что *связь между коммунальным индексом Доу-Джонса и товарными рынками также отрицательна*. Любой значительный подъем товарных цен приводит к повышению процентных ставок и снижению цен облигаций, что оказывает медвежье давление на акции коммунальных предприятий. Падение товарных рынков приводит к росту рынка облигаций, а через некоторое время – и коммунального индекса Доу.

РИСУНОК 10.9

Слабость рынка казначейских облигаций и коммунального индекса Доу-Джонса в начале 1987 и в конце 1989 года (верхняя рамка) объяснялась силой индекса CRB (нижняя рамка). Повышение рынка облигаций и коммунального индекса, начавшееся в середине 1988 года, было связано с медвежьим разворотом индекса CRB. Оба финансовых индекса движутся в направлении, противоположном индексу CRB. Рынок казначейских облигаций не подтвердил подъем коммунального индекса к новым максимумам ни в 1987, ни в 1989 году.



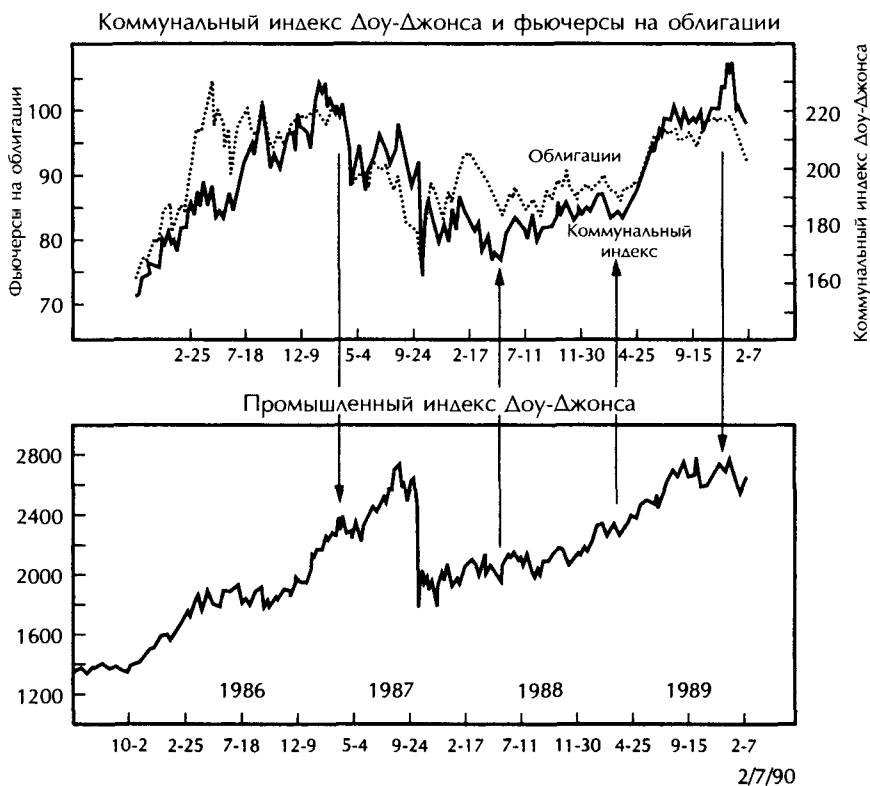
РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ, КОММУНАЛЬНЫЙ И ПРОМЫШЛЕННЫЙ ИНДЕКСЫ ДООУ-ДЖОНСА

В заключение рассмотрим взаимосвязь рынка облигаций, коммунального и промышленного индексов Доу-Джонса. На рисунке 10.10 показана динамика всех трех рынков за последние пять лет. В верхней рамке представлены графики цен на казначейские облигации и коммунального индекса Доу-Джонса, а в нижней – график промышленного индекса Доу-Джонса. Рисунок наглядно демонстрирует, что, во-первых, коммунальные акции тесно связаны с облигациями и, во-вторых, облигации и коммунальные акции обычно опережают развороты рынка в целом. Убедительной иллюстрацией этой зависимости являются пики 1987 года.

Таким образом, коммунальный индекс Доу-Джонса становится неотъемлемой частью межрыночных исследований и занимает прочное место в анализе динамики курса доллара, цен на товары, облигации и акции. Его роль как важного промежуточного звена между рынком облигаций и промышленными индексами рынка акций не вызывает сомнений. Коммунальный индекс Доу-Джонса – это еще один инструмент, позволяющий оценить воздействие инфляции и процентных ставок на рынок акций в целом. Анализ коммунального индекса также представляет собой новый подход к изучению групп акций, чувствительных к процентным ставкам, которые мы обсуждали в главе 9.

РИСУНОК 10.10

Облигации и акции коммунальных предприятий (верхняя рамка) обычно опережают важные развороты рынка акций (нижняя рамка). В первой половине 1987 года цены облигаций и коммунальных акций начали падать, сигнализируя о том, что повышение рынка акций достигло опасной черты.



РЕЗЮМЕ

Коммунальный индекс Доу-Джонса (включающий акции 15 компаний) является самым популярным индикатором динамики коммунальных акций. Поскольку акции коммунальных предприятий очень чувствительны к процентным ставкам, они реагируют на их изменение быстрее, чем рынок акций в целом. Вследствие этого коммунальные акции обычно следуют за рынком облигаций и, как правило, опережают развороты промышленного индекса Доу-Джонса. За исключением одного случая в 1977 году, пики коммунального индекса Доу-Джонса с 1960 года постоянно опережали пики промышленного индекса Доу, при этом время опережения в среднем составляло три месяца. Влияние коммунального индекса на промышленный сильнее всего проявляется в периоды, когда акции особенно чутко реагируют на изменения процентных ставок. Высокая чувствительность коммунальных акций к процентным ставкам объясняется потребностью коммунальных предприятий в большом количестве заемных средств и их относительно высокими дивидендами (которые сопоставимы с доходностью инструментов денежного рынка и депозитных сертификатов). Благодаря этим «оборонительным» свойствам акции коммунальных предприятий становятся особенно привлекательными в периоды экономического спада и быстрее других акций поворачивают вверх при завершении медвежьей тенденции рынка.

Хотя большинство из 15 акций коммунального индекса составляют акции электрических компаний (более чувствительные к процентным ставкам), в него входят и акции некоторых газовых компаний, зависящие от изменений цен на природный газ. Акции газовых компаний обычно отстают от акций электрических компаний, в особенности на вершинах рынка. Подъем коммунального индекса Доу-Джонса к новым максимумам в конце 1989 года в значительной степени объяснялся взрывным повышением цен на энергоносители в декабре и относительной силой акций газовых компаний в четвертом квартале 1989 года.

Благодаря своей тесной связи с рынком облигаций и тенденции к опережению рынка акций коммунальный индекс Доу-Джонса прекрасно вписывается в арсенал средств межрыночного анализа. Рынок акций испытывает влияние коммунальных акций, зависящих от рынка облигаций и процентных ставок. На рынок облигаций и процентные ставки влияют тенденции товарных рынков, которые в свою очередь зависят от направления движения курса доллара США. За многие десятилетия коммунальный индекс Доу-Джонса зарекомендовал себя как надежный опережающий индикатор промышленного индекса Доу-Джонса, так что доживи Чарльз Доу до наших дней, коммунальный индекс наверняка стал бы неотъемлемой частью его теории.

Анализ относительной силы товарных рынков

Анализ *относительной силы* очень распространен среди аналитиков рынка акций. Управляющие портфелями вкладывают средства в те группы акций, которые, на их взгляд, будут лидировать во время очередного повышения рынка или понижаться медленнее других в ходе его понижения. Иными словами, они стремятся найти акции или группы акций, которые покажут результаты *выше среднерыночных*. Для выявления лидеров и отстающих тщательно исследуется процесс ротации групп акций. Группы акций и отдельные акции сравниваются с неким объективным показателем, обычно индексом акций S&P 500. Поделив значение группового индекса или цену отдельной акции на значение индекса S&P 500, получаем некоторый коэффициент. Если кривая этого коэффициента, то есть кривая *относительной силы* повышается, выбранная акция сильнее рынка в целом. Если кривая *относительной силы* понижается, значит показатели акции или группы акций уступают среднерыночным.

Анализ относительной силы как технический инструмент торговли имеет два основных преимущества. Во-первых, на ценовом графике появляется еще один подтверждающий технический индикатор. Сравнение кривой относительной силы с графиком цены позволяет оценить значимость ценовых прорывов или иных технических признаков новой тенденции. *Бычья динамика на ценовом графике должна подтверждаться повышением кривой относительной силы*. Важную роль также играют расхождения. Если движение цены не находит подтверждения на графике относительной силы, образуется расхождение, предупреждающее о возможном изменении ценовой тенденции.

Второе преимущество заключается в возможности ранжирования акций по степени их относительной силы. *Нормирование* тем или иным способом абсолютных численных значений коэффициентов относительной силы позволяет ранжировать группы акций или отдельные акции от самых сильных до самых слабых. Благодаря этому трейдер может выбрать бумаги с максимальной относительной силой (если планируется покупка) или бумаги с минимальной относительной силой (если планируется продажа). В этой главе принципы анализа относительной силы будут распространены на товарные рынки. Поскольку речь пойдет о товарных рынках, а не о рынке акций, будет использоваться индекс фьючерсных цен Бюро по исследованию товарных рынков (CRB).

Для анализа относительной силы прежде всего необходим объективный показатель, с которым можно сравнивать товарные группы и отдельные товарные рын-

ки. Лучше всего этому требованию удовлетворяет индекс CRB, включающий все товары (за исключением бензина), которые будут рассматриваться в данной главе. Существует несколько способов применения анализа относительной силы на товарных рынках. Их общая цель – облегчение выбора объекта торговли. Начнем с отбора товарных групп.

АНАЛИЗ ГРУПП

Используя семь подиндексов, предлагаемых Бюро по исследованию товарных рынков, мы определим, какие группы товаров демонстрируют наиболее высокие показатели относительной силы. Анализ групп упрощает выбор объекта торговли и помогает выявлять сильные и слабые товарные сектора. Представители сильных секторов являются лучшими претендентами на покупку, а слабых – на продажу. Далее анализ относительной силы проводится внутри самых «выгодных» групп. Можно также сравнить относительную силу двух лидирующих групп и определить, на какую из них лучше сделать ставку. Однако анализ групп не всегда является достаточным.

ИНДИВИДУАЛЬНОЕ РАНЖИРОВАНИЕ

Выявить рынки с лучшими показателями относительной силы можно и посредством анализа отдельных рынков. В следующих разделах мы проведем ранжирование товарных рынков на основании их относительной силы за два периода с целью определить, какие товары лучше всего подходят для покупки, а какие – для продажи. Использование двух временных интервалов позволяет увидеть, улучшаются или ухудшаются показатели рынка. Также будут даны советы по практическому применению этой информации в рамках общей торговой стратегии.

АНАЛИЗ КОЭФФИЦЕНТОВ

Основным инструментом анализа относительной силы являются коэффициенты. (В данном контексте термин *анализ относительной силы* подразумевает сравнение двух активов с помощью ценовых коэффициентов; его не следует путать с *индексом относительной силы* (RSI) – осциллятором, который разработал Уэллс Уайлдер.) Графики коэффициентов позволяют сравнивать любые два актива независимо от того, в каких единицах выражена их цена. Товары могут оцениваться в центах за бушель, долларах за унцию, центах за фунт. Индекс CRB измеряется в пунктах. Анализ коэффициентов – универсален. Особую важность представляет возможность сравнивать с его помощью любые два актива, принадлежащие к различным финансовым секторам, например, индекс CRB (товарные рынки), иностранные валюты, казначейские облигации, фьючерсы на индексы акций. Эта тема будет рассматриваться в главе 12. Тем не менее, и данный метод анализа еще не решает всей проблемы.

КОЭФФИЦЕНТЫ ОТНОСИТЕЛЬНОЙ СИЛЫ

Когда цена одного актива делится на цену другого, получается некоторая величина, или коэффициент. С помощью значений этого коэффициента можно построить график и сравнить его с графиками других коэффициентов. Однако проблема состоит в том, что фактическое значение такого коэффициента будет зависеть от цены

числителя. Если знаменатель – величина постоянная, то, чем выше цена актива, стоящего в числителе, тем больше полученный коэффициент. Поэтому для сравнения коэффициентов требуется более объективный метод их расчета. Этому требованию вполне удовлетворяет *относительный* коэффициент, который рассчитывается в два этапа. Сначала, разделив значение одного актива (например, цену товара) на значение другого (например, индекса CRB), получают *коэффициент*. А затем этот коэффициент преобразуется в *индекс* с начальным значением 100, исходная точка которого выбирается произвольно.

В данном исследовании будут использоваться интервалы в 25 и 100 торговых дней, хотя возможен выбор любых других интервалов по желанию пользователя. На любом выбранном интервале компьютер приписывает каждому коэффициенту начальное значение 100. Это позволяет сравнивать относительные показатели самых разных активов. Например, один коэффициент в конце выбранного периода может иметь значение 110, а другой – 90. Это означает, что за данный период первый коэффициент вырос на 10%, а второй за то же время снизился на 10%. Таким образом, рынок с коэффициентом 110 продемонстрировал лучшие показатели относительной силы и на основании этого ему присваивается более высокий ранг. Графики относительных коэффициентов внешне идентичны графикам обычных коэффициентов. Главное преимущество *относительных коэффициентов* состоит в том, что они позволяют *объективно сравнивать* фактические отношения различных величин и затем ранжировать их по степени относительной силы.

СРАВНЕНИЕ ГРУПП

Сравним относительную силу семи групповых индексов CRB за 100 торговых дней с октября 1989 до середины февраля 1990 года. Представленные ниже данные за последние пять месяцев получены с использованием относительных коэффициентов.*

1. Энергоносители (104,46).
2. Драгоценные металлы (104,38).
3. Домашний скот и мясопродукты (102,82).
4. Импортируемые товары (97,03).
5. Промышленное сырье (95,97).
6. Масличные культуры (95,54).
7. Зерновые (95,39).

Полезную информацию можно получить даже не глядя на графики. Очевидно, что за истекшие 100 торговых дней самыми сильными были группы *энергоносителей* и *драгоценных металлов*, а самой слабой – группа *зерновых*. (В этот же период на рынке акций самыми сильными были акции золотодобывающих и энергетических компаний.) Анализ относительной силы основан на той же предпосылке, что и анализ тенденций – тенденции имеют устойчивый характер. Считается, что поиск рынков с бычьим потенциалом логично начинать с рынков, демонстрирующих лучшие показатели относительной силы. Вполне возможно, что в дальнейшем эти рынки не сохранят свои сильные позиции, но такой подход позволяет выбрать исходную точку. Следующим шагом является собственно анализ графиков коэффициентов.

* Групповые индексы CRB рассматриваются в главе 7.

ГРАФИКИ КОЭФФИЦИЕНТОВ ТОВАРНЫХ ГРУПП

Рисунки 11.1—11.3 демонстрируют графики двух лидирующих групп (энергоносителей и драгоценных металлов) и самой слабой группы (зерновых). На каждом рисунке в верхней рамке представлен график индекса товарной группы, а в нижней — график относительного коэффициента. Временной интервал каждого графика — 100 торговых дней. Относительный коэффициент получают путем деления соответствующего группового индекса на индекс CRB. Далее можно использовать любые средства графического анализа применительно к самому групповому индексу и к относительному коэффициенту. Как правило, они должны двигаться в одном направлении.

РИСУНОК 11.1

В верхней рамке показан график группового индекса энергоносителей CRB за 100 дней. Нижний график представляет собой *относительный коэффициент*, полученный делением индекса энергоносителей на индекс CRB. Сравнение графика коэффициента с самим индексом позволяет выявлять признаки расхождения. На графике коэффициента можно использовать линии тренда. В конце 1989 года энергоносители были самой сильной группой, однако в начале 1990 фьючерсные цены на энергоносители резко упали.

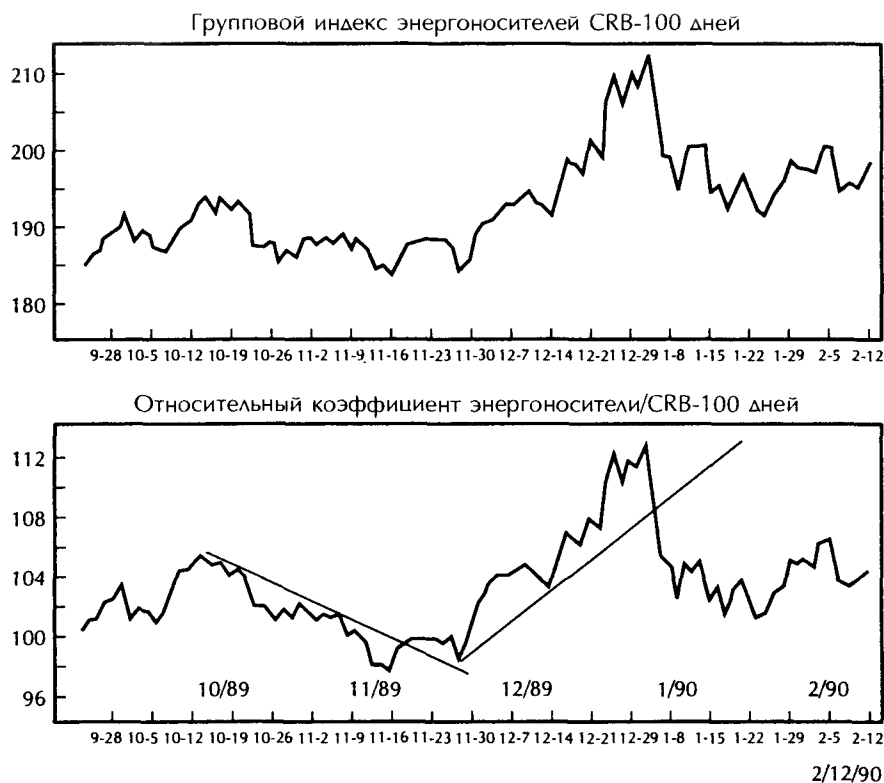
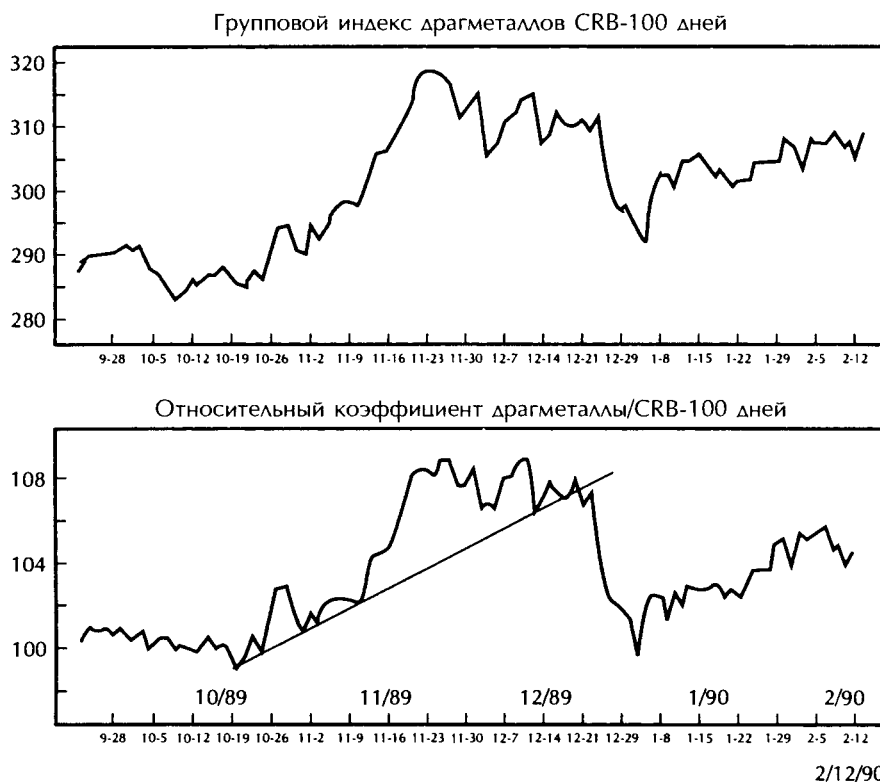


РИСУНОК 11.2

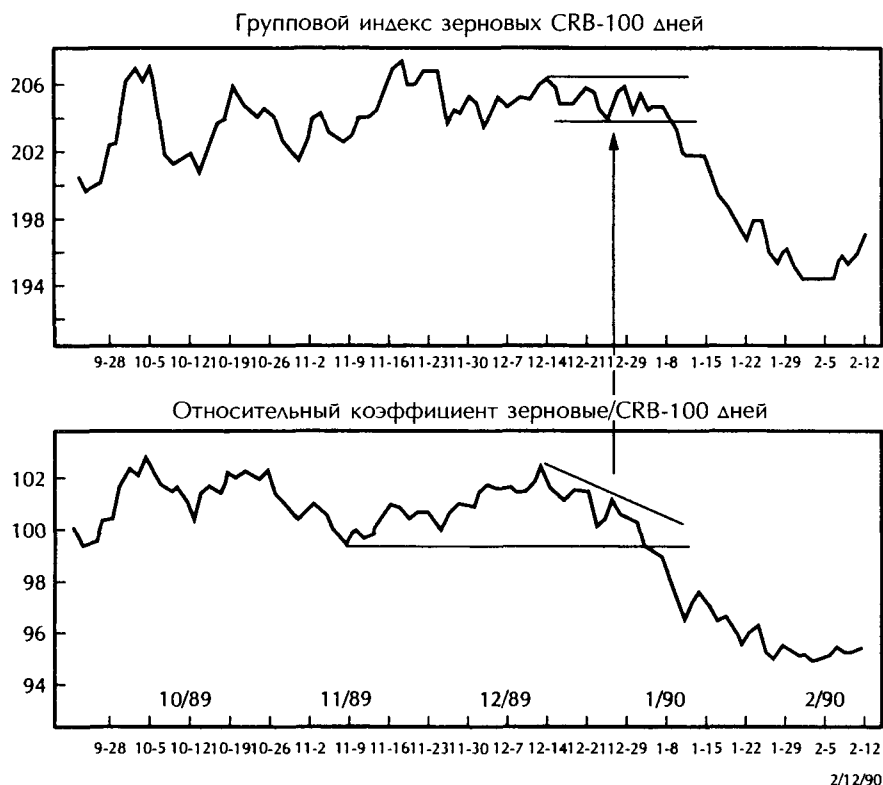
Сравнение группового индекса драгоценных металлов CRB (верхний график) и относительного коэффициента, полученного делением индекса драгоценных металлов на индекс CRB (нижний график), за 100 дней. В четвертом квартале 1989 года по показателям относительной силы группа драгоценных металлов занимала второе место среди товарных рынков. Прорыв восходящей линии тренда в конце декабря указал на то, что относительная сила группы драгоценных металлов падает.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК 11.3

Сравнение группового индекса зерновых CRB (верхний график) и относительного коэффициента, полученного делением индекса зерновых на индекс CRB (нижний график), за 100 дней. В начале 1990 года зерновые были самой слабой товарной группой, но затем начали стабилизироваться. В конце 1989 года коэффициент повернул вниз раньше самого зернового индекса.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

АНАЛИЗ ГРУППЫ ЭНЕРГОНОСИТЕЛЕЙ

Определив две сильнейшие группы, необходимо проанализировать каждую из них в отдельности, чтобы выявить рынки с самой высокой относительной силой. На рисунках 11.4—11.6 представлена относительная динамика трех рынков энергоносителей: сырой нефти, неэтилированного бензина и мазута. Группа энергоносителей продемонстрировала лучшие показатели: ее 100-дневный относительный коэффициент составил 104,46. Это означает, что индекс энергоносителей за 100 дней вырос на 4,46% по сравнению с индексом CRB. Результаты трех рынков энергоносителей распределились следующим образом:

1. Сырая нефть (112,24).
2. Бензин (111,39).
3. Мазут (103,11).

Из представленных данных следует, что при игре на повышение длинные позиции надо открывать на рынке сырой нефти, а не на рынках нефтепродуктов. Если же трейдер рассчитывает на снижение цен энергоносителей, лучшими претендентами для открытия коротких позиций являются нефтепродукты.

РИСУНОК 11.4

Сравнение фьючерсных цен на сырую нефть (верхний график) и относительного коэффициента, полученного делением фьючерсных цен сырой нефти на индекс CRB (нижний график), за 100 дней. Бычий прорыв на рынке сырой нефти в конце ноября 1989 года был подтвержден аналогичным прорывом коэффициента нефть/CRB. В настоящее время оба показателя проверяют прочность восходящих линий тренда.

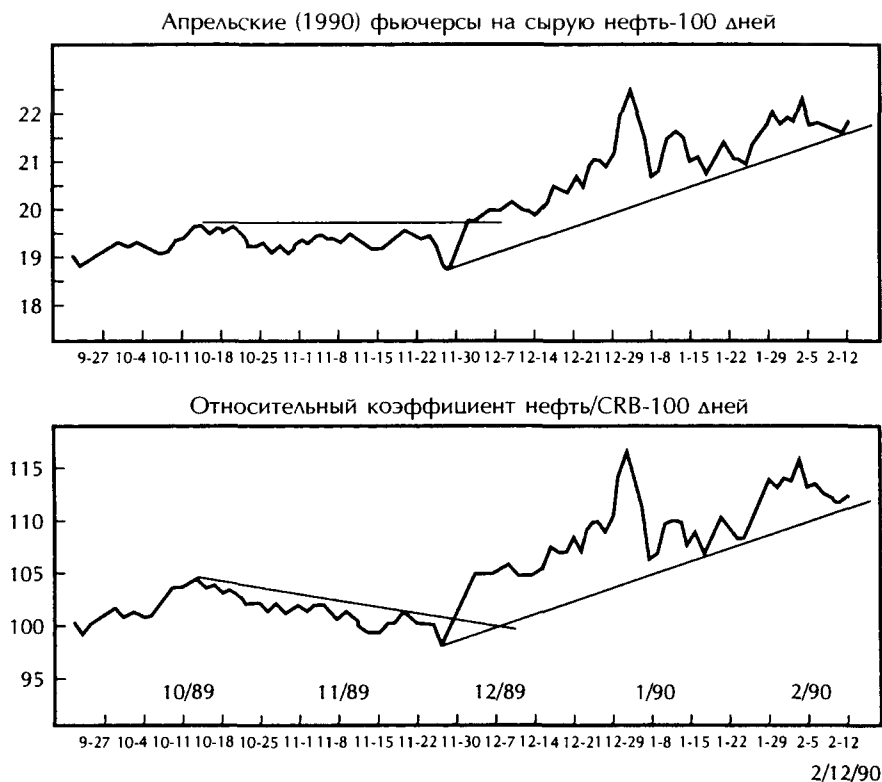
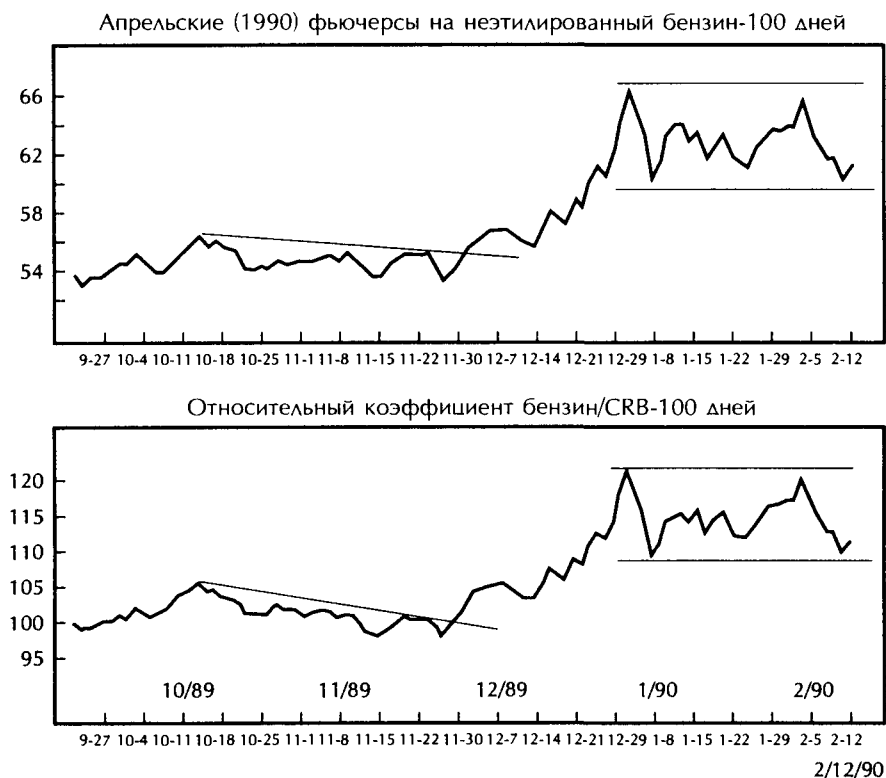


РИСУНОК 11.5

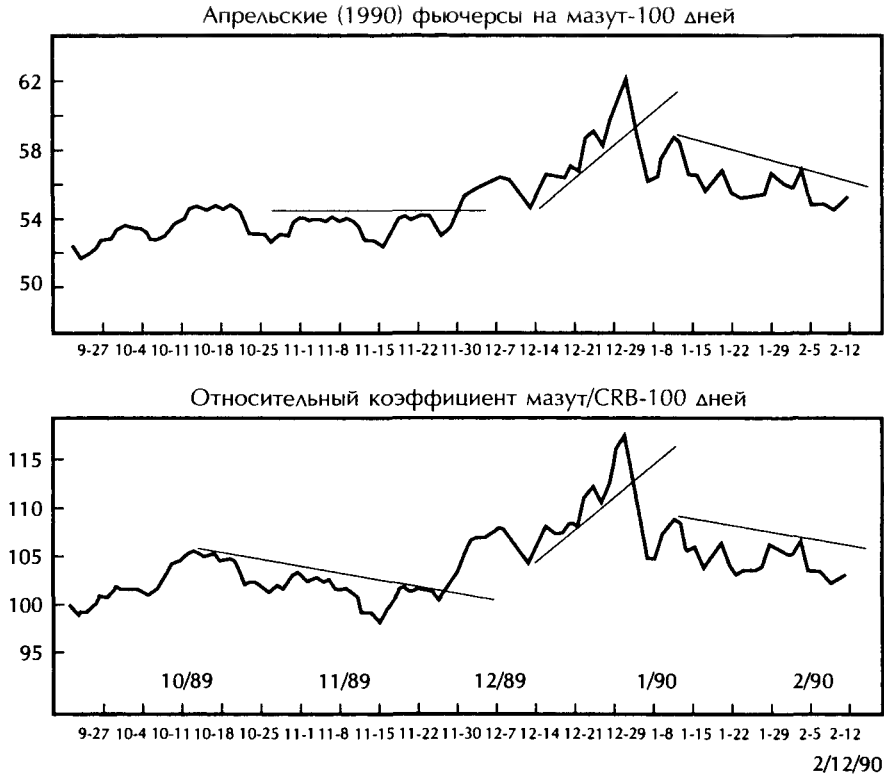
Сравнение фьючерсных цен на бензин (верхний график) и относительного коэффициента, полученного делением фьючерсных цен бензина на индекс CRB (нижний график). Оба графика очень похожи. Прорыв нижней границы торгового коридора на любом из графиков означал бы ослабление рынка бензина. За предшествующие 100 дней фьючерсы на бензин показали на 11% лучший результат, чем индекс CRB, но после январского пика их показатели относительно индекса CRB ухудшились на 10%.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК 11.6

Сравнение фьючерсных цен на мазут (верхний график) и относительного коэффициента, полученного делением фьючерсных цен мазута на индекс CRB (нижний график). За предшествующие 100 дней рынок мазута был самым слабым в группе энергоносителей. Если на рынках энергоносителей произойдет прорыв вниз, мазут будет лучшим объектом для продажи из-за низкой относительной силы.



АНАЛИЗ ГРУППЫ ДРАГОЦЕННЫХ МЕТАЛЛОВ

На рисунках 11.7—11.9 представлены графики трех рынков драгоценных металлов (золота, платины, серебра) в порядке уменьшения их относительной силы. За истекшие 100 дней рынки драгоценных металлов показали следующие результаты:

1. Золото (109,20).
2. Платина (105,40).
3. Серебро (95,92).

За последние 100 дней относительный коэффициент золота вырос на 9,2%, а платины – на 5,4%. Коэффициент серебра снизился на 4,08%. Это говорит о том, что сильнейшим из трех является рынок золота, затем идет рынок платины, а самым слабым является рынок серебра. Отсюда следует, что при игре на повышение надо открывать длинные позиции по золоту и платине. При расчете на снижение цен драгоценных металлов короткие позиции лучше всего открывать на рынке серебра.

РИСУНОК 11.7

Сравнение фьючерсных цен на золото (верхний график) и относительного коэффициента, полученного делением фьючерсных цен золота на индекс CRB (нижний график). За истекшие 100 дней рынок золота опередил индекс CRB на 9%, но в настоящий момент теряет темп. Кривая коэффициента уже преодолела краткосрочный уровень поддержки и, возможно, сигнализирует о скором ослаблении рынка золота.

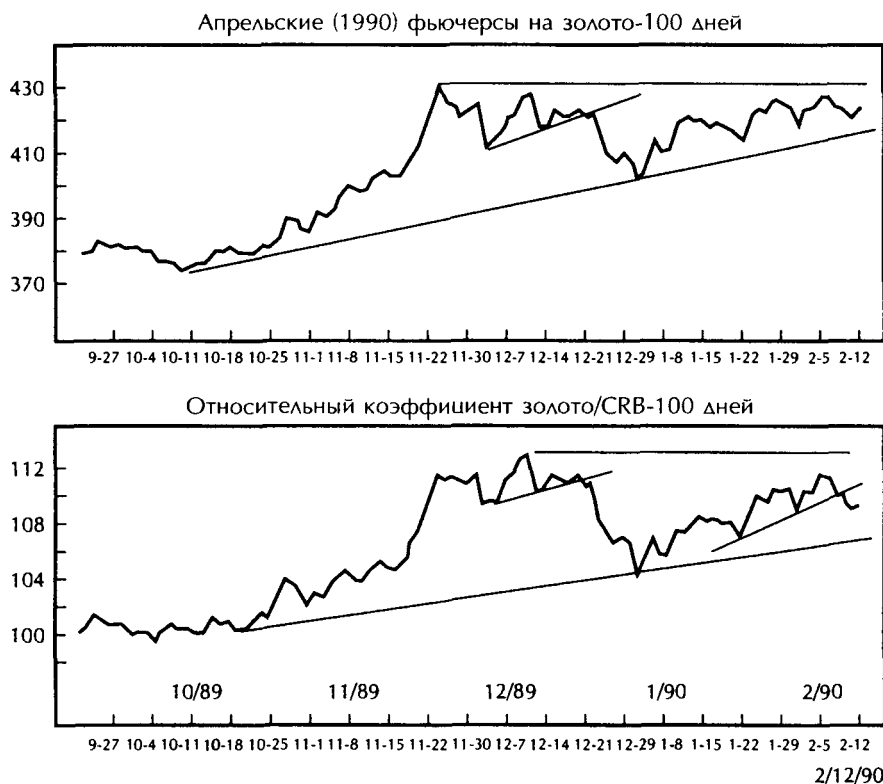
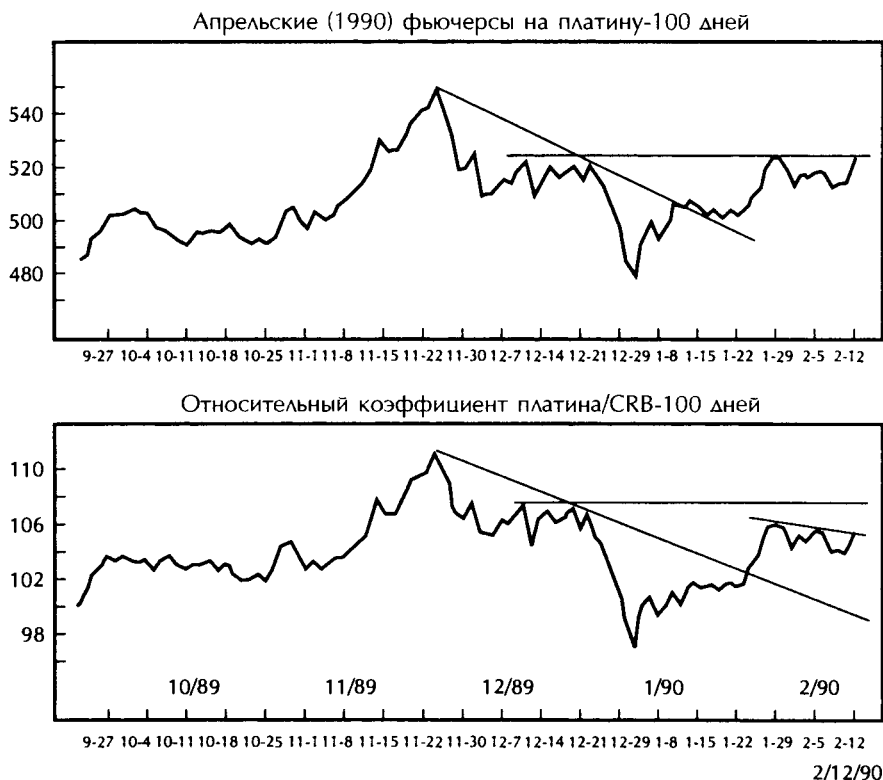


РИСУНОК 11.8

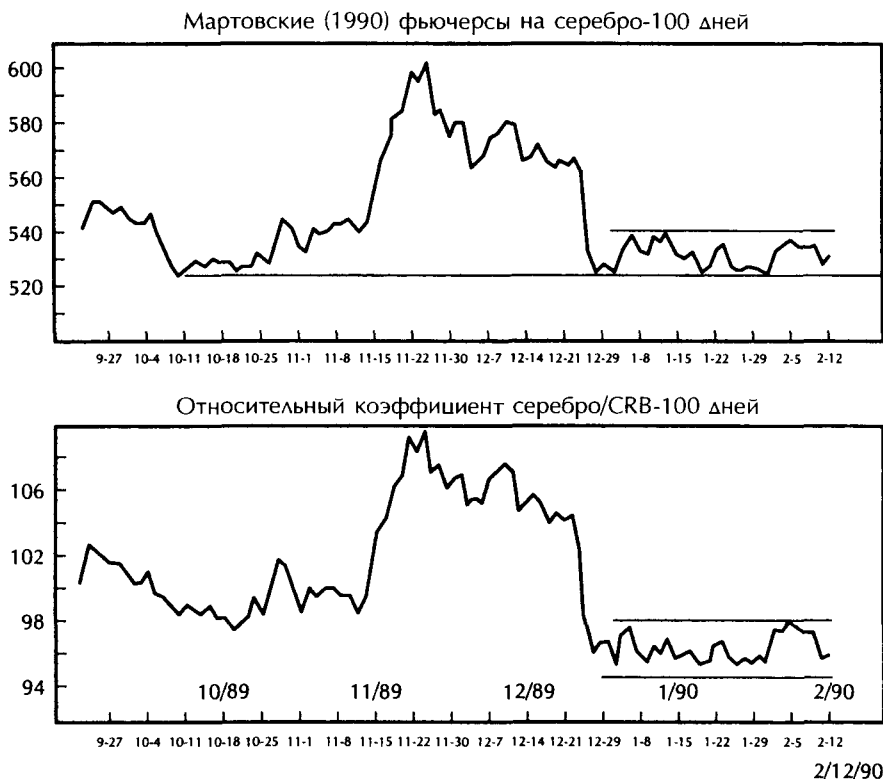
Сравнение фьючерсных цен на платину (верхний график) и относительного коэффициента, полученного делением фьючерсных цен платины на индекс CRB (нижний график). Хотя графики очень схожи, кривая коэффициента отстает от фьючерсов на платину. Это незначительное медвежье расхождение – возможное предупреждение о том, что повышение цен на платину замедлится.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК 11.9

Сравнение фьючерсных цен на серебро (верхний график) и относительного коэффициента, полученного делением фьючерсных цен серебра на индекс CRB (нижний график). Рынок серебра был самым слабым из рынков драгметаллов и за последние 100 торговых дней уступил индексу CRB 4%. Картина приобретет бычий оттенок в случае прорывов вверх как на ценовом графике, так и на графике коэффициента серебро/CRB.

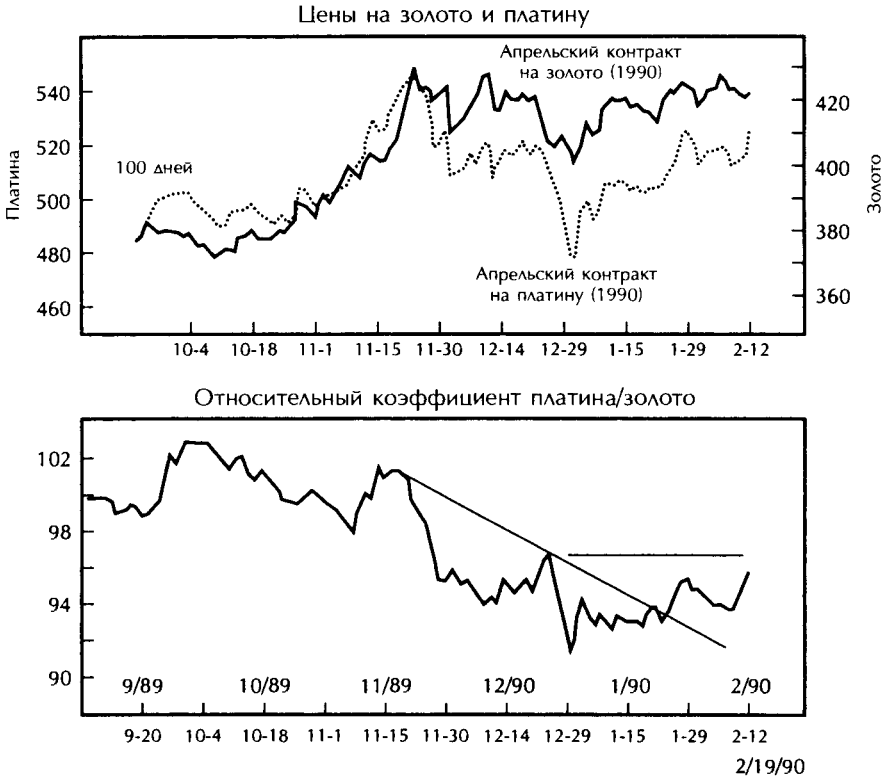


Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

С помощью анализа коэффициентов внутри группы также можно выделить товары, имеющие наиболее высокий потенциал. Посмотрим, к каким заключениям можно прийти на основе анализа коэффициентов внутри группы драгоценных металлов. На рисунке 11.10 представлен график коэффициента платина/золото за 100 дней с октября 1989 по середину февраля 1990 года. Здесь используется тот же временной интервал, что и в других примерах. И верхний график, и относительный коэффициент в нижней части рисунка показывают, что в течение последних месяцев золото было сильнее платины. Хотя оба рынка повышались, золото демонстрировало более высокие показатели. Однако, как видно из нижнего графика рисунка 11.10, ситуация может скоро измениться, так как кривая коэффициента платина/золото прорвала нисходящую линию тренда и уверенно приближается к уровню сопротивления. Это говорит об относительном усилении рынка платины и о том, что необходимо начинать перевод на него части средств с рынка золота.

РИСУНОК 11.10

Сравнение фьючерсных цен на золото и платину (верхняя рамка) с коэффициентом платина/золото (нижний график). Хотя в четвертом квартале 1989 года рынок золота был сильнее, прорыв коэффициентом нисходящей линии тренда в январе 1990 года свидетельствует о том, что теперь сильнее стал рынок платины. Трейдеры, играющие на повышение, должны покупать платину. При игре на понижение следует открывать короткие позиции по золоту.



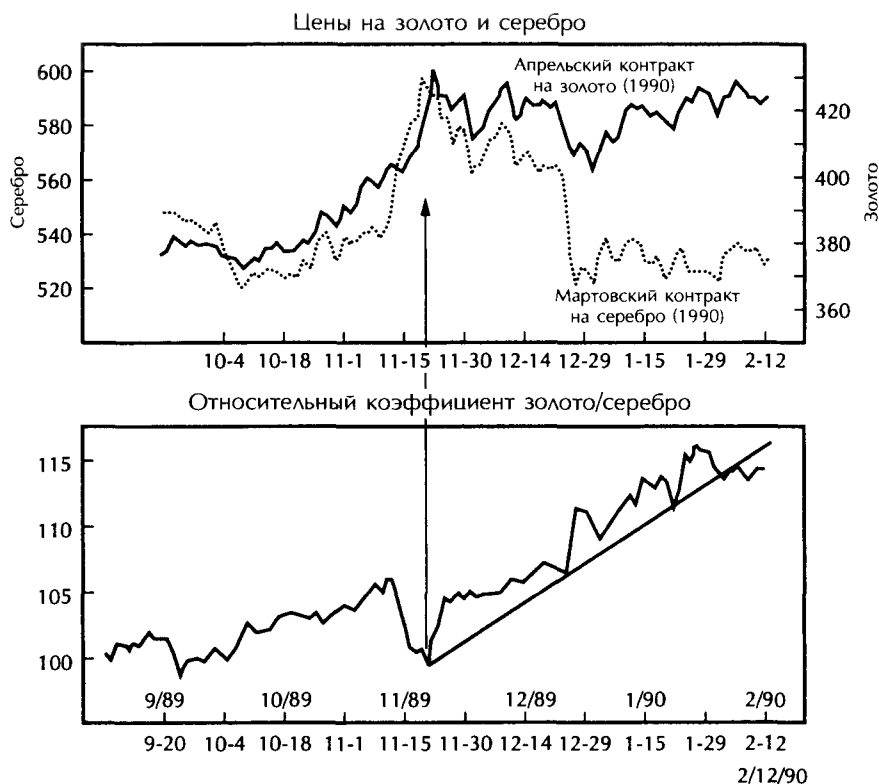
Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

КОЭФФИЦИЕНТ ЗОЛОТО/СЕРЕБРО

На рисунке 11.11 представлен коэффициент золото/серебро за тот же 100-дневный период. По устойчивому росту коэффициента видно, что рынок золота в последние месяцы был значительно сильнее рынка серебра. Однако восходящая линия тренда, прочерченная от ноябрьского минимума, уже прорвана. Если падение коэффициента продолжится, это будет означать, что серебро недооценено относительно золота, и целесообразно задуматься о его покупке. На верхнем графике сравнивается фактическая динамика цен на золото и серебро. Цены на золото встали, наткнувшись на уровень сопротивления, а серебру еще предстоит подъем от уровня своего потенциального минимума. Если на рынке серебра произойдет бычий прорыв, сопровождающийся падением коэффициента золото/серебро, то серебро станет более предпочтительным объектом для покупки по сравнению с золотом.

РИСУНОК 11.11

Сравнение фьючерсных цен на золото и серебро (верхняя рамка) с коэффициентом золото/серебро (нижний график). За истекшие 100 дней золото показало на 14% лучший результат, чем серебро. Прорыв коэффициентом восходящей линии тренда означает, что позиции серебра укрепляются. Тем не менее, для начала настоящего подъема на рынке серебра нужен бычий прорыв.



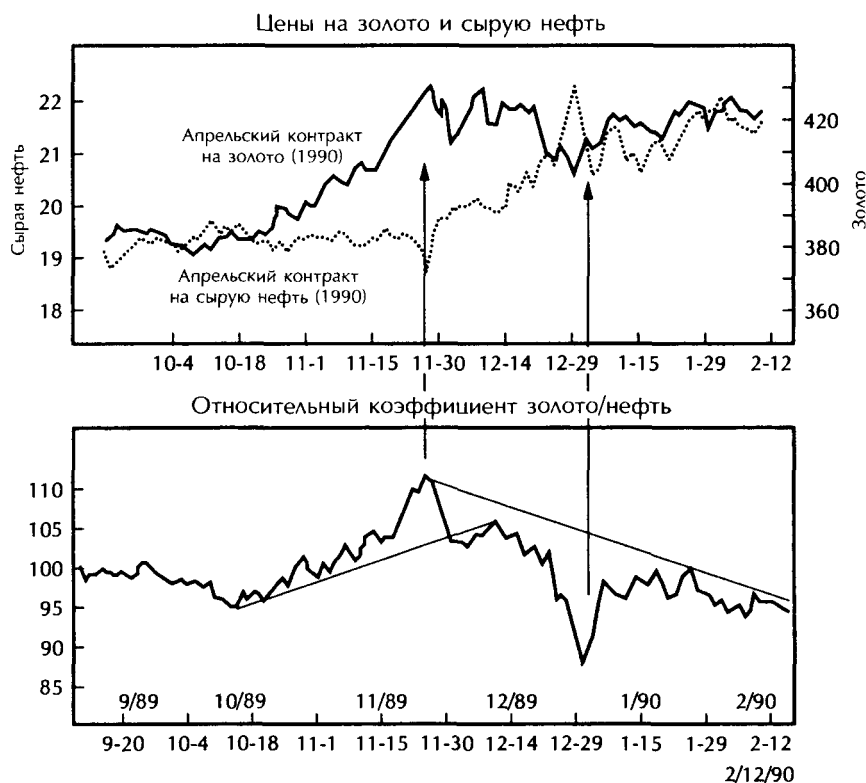
Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ ЗОЛОТОМ И НЕФТЬЮ

Также очень полезно сравнение относительной силы двух товаров из разных групп (например, из групп металлов и энергоносителей). В верхней рамке рисунка 11.12 сравниваются графики фьючерсных цен на золото и сырую нефть. Нижний график представляет собой относительный коэффициент золото/нефть. Если коэффициент повышается (как это было в октябре—ноябре 1989 года), значит рынок золота сильнее. Однако с начала декабря более высокие показатели демонстрирует рынок нефти (т.к. коэффициент золото/нефть падает). Поскольку в четвертом квартале 1989 года и рынок золота, и рынок нефти были в числе сильнейших, длинные позиции на обоих рынках принесли бы прибыль. Тем не менее, сравнение относительной силы этих двух сильных рынков дало бы техническому трейдеру дополнительное преимущество – возможность вкладывать больше денег в товар с более высокими показателями.

РИСУНОК 11.12

Сравнение фьючерсных цен на золото и сырую нефть (верхняя рамка) с коэффициентом золото/нефть (нижний график). В ноябре 1989 года рынок золота был сильнее рынка нефти, поэтому золото являлось предпочтительным объектом для покупки. Начиная с декабря, рынок нефти показывает более высокие результаты. Коэффициенты дают возможность выбора из нескольких бычьих альтернатив.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

ИНДИВИДУАЛЬНОЕ РАНЖИРОВАНИЕ ТОВАРНЫХ РЫНКОВ

Относительную силу товарных рынков можно сравнить и иным способом – с помощью таблицы значений относительных коэффициентов отдельных рынков без деления на группы. В данном разделе подобное сравнение будет проведено на двух временных интервалах: 100 и 25 дней. Использование двух интервалов позволяет выяснить, меняются ли показатели рынков с течением времени.

Товар	Ранг (последние 25 дней)	Товар	Ранг (последние 100 дней)
Пиломатериалы	105,70*	Апельсиновый сок	144,34
Апельсиновый сок	105,62	Сырая нефть	112,24
Платина	105,59*	Бензин	111,39
Сырая нефть	105,36	Свины	109,41
Сахар	104,52*	Золото	109,20
Кофе	104,40*	Платина	105,40

Золото	103,27	Пиломатериалы	104,40
Скот	103,04*	Сахар	104,34
Какао	102,03*	Мазут	103,11
Кукуруза	101,61*	Скот	102,79
Хлопок	101,23*	Свиной ливер	99,59
Бензин	100,59	Кукуруза	99,13
Соевое масло	100,40*	Кофе	97,71
Серебро	100,28*	Пшеница	96,81
Мазут	98,29	Серебро	95,92
Свиньи	98,12	Соевое масло	93,91
Соевые бобы	97,24	Соевые бобы	91,16
Пшеница	96,12	Овес	90,07
Овес	93,54	Соевая мука	89,04
Соевая мука	93,04	Хлопок	88,81
Медь	90,88*	Какао	87,28
Свиной ливер	89,76	Медь	82,77

В данной таблице представлены два столбца с показателями относительной силы. Во втором столбце слева приведены значения относительных коэффициентов (отношение цены товара к значению индекса CRB) за последние 25 торговых дней. В четвертом столбце указываются данные за более длительный период – 100 дней. Если более протяженный отрезок времени полезен для изучения долгосрочных тенденций, короткий временной интервал позволяет выявлять краткосрочные изменения относительной силы рынков. Из четвертого столбца видно, что за предшествующие пять месяцев наиболее сильными были следующие шесть рынков: рынки апельсинового сока, сырой нефти, бензина, свиней, золота и платины. Трейдерам, следующим за тенденцией, рекомендуется работать на рынках с самыми высокими результатами. Сторонники принципа противоположного мнения могут сосредоточиться на рынках в нижней части списка (медь, какао, хлопок, соевый комплекс, серебро), исходя из предположения о том, что их нисходящие тенденции близки к завершению.

Во втором столбце звездочками отмечены рынки, поднявшиеся в «табели о рангах» за истекшие пять месяцев. Эти рынки, улучшившие свои показатели за последние 25 дней, перечисляются далее в порядке убывания относительной силы: пиломатериалы, платина, сахар, кофе, скот, какао, кукуруза, хлопок, соевое масло, серебро, медь. Треjder, желающий сыграть на повышение, может использовать данный список в качестве отправной точки. Особое внимание следует уделить рынкам, занимающим более высокие места в рейтинге.

Использование двух периодов (25 и 100 дней) позволяет не только определить ранг рынка, но и следить за его изменениями во времени. Сами по себе значения относительных коэффициентов могут ввести в заблуждение. Рынок, занявший одно из высоких мест, может постепенно слабеть. А рынок с относительно низким значением коэффициента может становиться сильнее. Хотя значения коэффициентов безусловно важны, решающую роль играют *тенденции* их изменения. Окончательное решение принимается на основании направления и формы кривой коэффициента. Согласно принципам традиционного графического анализа, покупать следует в начале восходящей тенденции коэффициента. Появление на графике коэффициента признаков медвежьего разворота (например, прорыв линии тренда) предполагает открытие короткой позиции. На рисунках 11.13—11.15 представлены графики относительных коэффициентов шести товарных рынков за 100 дней, с сентября 1989 по середину февраля 1990 года.

АНАЛИЗ НЕКОТОРЫХ ТОВАРНЫХ РЫНКОВ

На рисунке 11.13 в верхней рамке представлен коэффициент пиломатериалы/CRB; в нижней – коэффициент апельсиновый сок/CRB. По итогам последних 25 дней эти рынки заняли первое и второе места. (За предшествующие 100 дней рынок апельсинового сока был первым, а рынок пиломатериалов – седьмым.) Рисунок 11.14 демонстрирует коэффициенты рынков сахара (вверху) и кофе (внизу). Хотя у рынка сахара более высокий ранг за предшествующий месяц, график рынка кофе выглядит перспективнее. На рисунке 11.15 показаны два слабых рынка, на которых начинается процесс бычьего разворота. Коэффициенты хлопка (верхний график) и соевого масла (нижний график) только что прорвали нисходящие линии тренда и, возможно, продолжат рост. Рисунок 11.16 – это пример того, как рынок (в данном случае медь), находящийся в самом конце приведенного выше рейтингового списка, начинает поворачивать вверх.

РИСУНОК 11.13

Сравнение двух сильнейших рынков с конца 1989 по начало 1990 года. Верхний график представляет собой коэффициент пиломатериалы/CRB. В нижней рамке показаны графики коэффициента апельсиновый сок/CRB и его 40-дневного скользящего среднего. Оба рынка были очень сильны в последние месяцы, но в настоящее время, похоже, находятся в состоянии перекупленности. Рынки с высокими показателями относительной силы иногда крайне перекуплены, и открывать на них длинные позиции не имеет смысла.

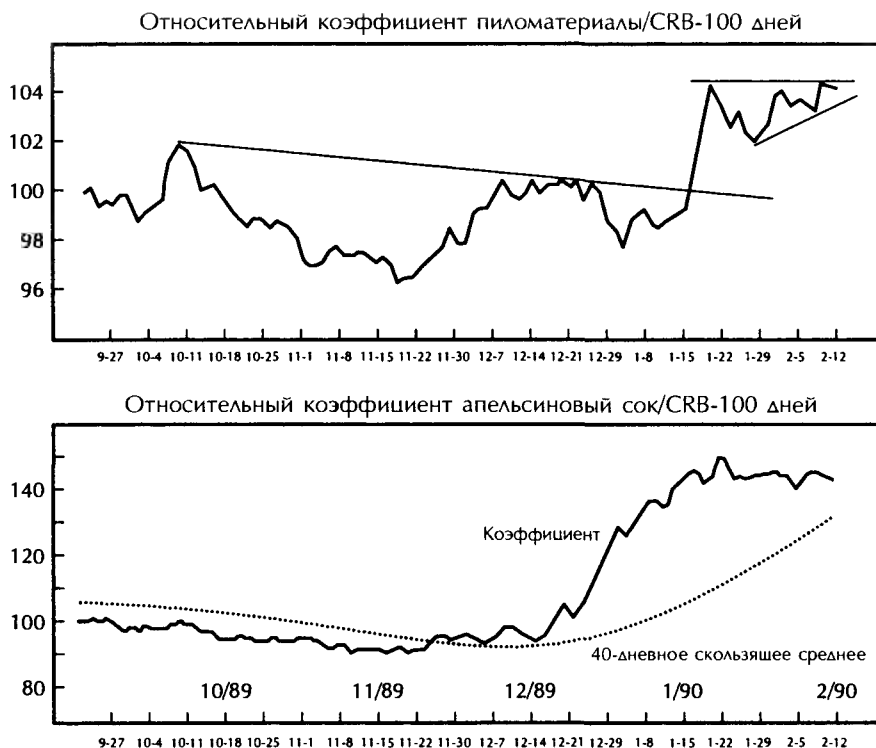
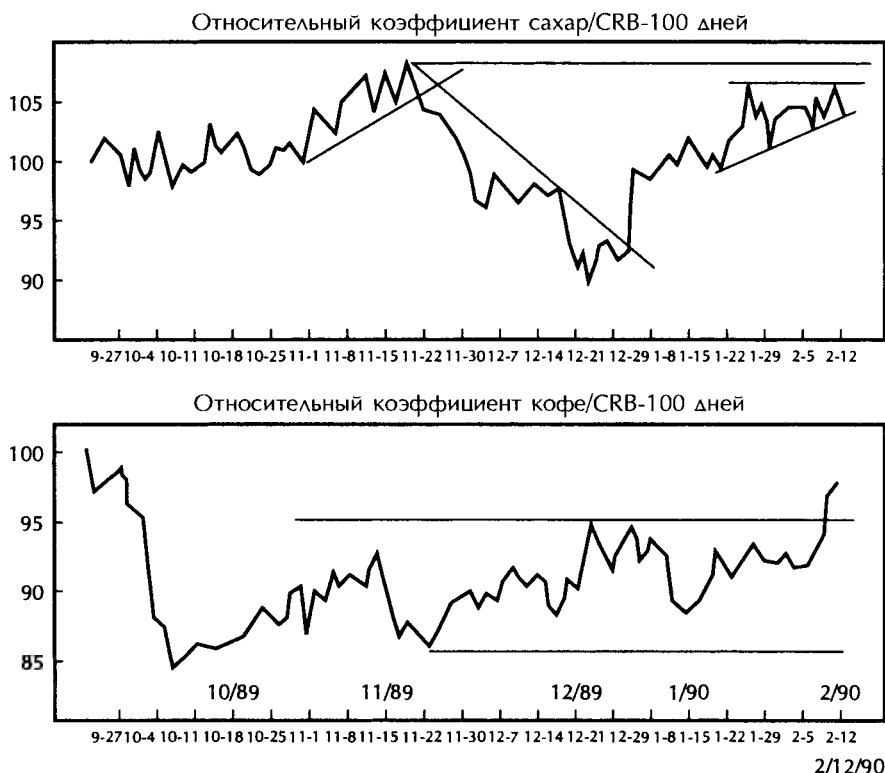


РИСУНОК 11.14

Коэффициент сахар/CRB (верхний график) имеет высокий бычий потенциал, но для возобновления его восходящей тенденции необходим прорыв вверх. На графике коэффициента кофе/CRB (нижний график) только что произошел бычий прорыв. Хотя значение коэффициента выше у сахара (104 против 97 у кофе), с технической точки зрения, перспективы рынка кофе более благоприятны. Оба рынка входят в групповой индекс импортируемых товаров CRB и в последнее время растут.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РЕЗЮМЕ

В данной главе мы применили анализ *относительной силы* к товарным рынкам, для чего использовались *коэффициенты*, рассчитываемые как отношение цены товара или группы товаров к значению индекса CRB. *Относительные коэффициенты* позволяют также сравнивать показатели относительной силы рынков или групп рынков с целью их последующего ранжирования. Задача анализа относительной силы – сосредоточить длинные позиции на самых сильных рынках в составе самых сильных товарных групп. Один из способов ее реализации состоит в выявлении сильнейших групп и отборе самых сильных рынков внутри группы. Другой способ заключается в индивидуальном ранжировании рынков независимо от групповой принадлежности. Лучшие претенденты на продажу – самые слабые рынки внутри самых слабых групп.

Решающее значение имеет тенденция относительного коэффициента. Лучший способ определения этой тенденции – традиционный графический анализ кривой самого коэффициента. Динамику коэффициента также следует сравнивать с динамикой рынка или группы рынков для выявления признаков *подтверждения*

РИСУНОК 11.15

Примеры двух коэффициентов, которые только начинают поворачивать вверх в первом квартале 1990 года. Коэффициенты хлопок/CRB (верхний график) и соевое масло/CRB (нижний график) только что прорвали нисходящие линии тренда. Динамика коэффициента соевого масла кажется перспективнее, и его значение выше, чем у коэффициента хлопка.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

или *расхождения*. Второй способ состоит в сравнении значений коэффициентов на различных временных интервалах, что позволяет определить, растут они или падают. *Тенденция* коэффициента важнее его численного значения. При сравнении значений коэффициентов важно помнить, что рынки с высокой относительной силой могут быть перекупленными, а рынки с низкой относительной силой – перепроданными.

Анализ коэффициентов позволяет трейдеру делать выбор из нескольких рынков, одновременно образуя сигналы к покупке или продаже. Он дает возможность покупать на самом сильном из бычьих рынков и продавать на самом слабом из медвежьих. Тем самым анализ относительной силы становится важным дополнением к традиционному графическому анализу. Анализ коэффициентов можно использовать внутри одной группы товарных рынков (например, золото/серебро, платина/золото) или сравнивать с его помощью смежные рынки (например, золото/сырая нефть).

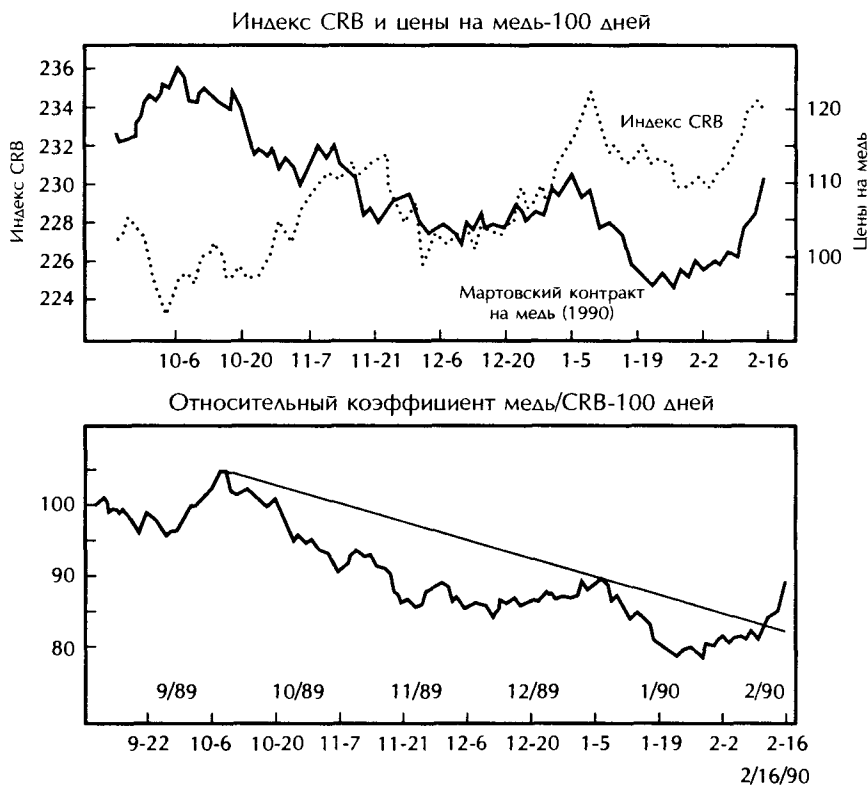
Применение анализа коэффициентов к товарным рынкам обогащает стандартный технический анализ межрыночными принципами. Помимо изучения графиков отдельных рынков, трейдер может использовать данные по родственным товарным рынкам, что значительно облегчает выбор объекта для торговли. Тем самым процесс торговли приобретает еще одно измерение. Следуя межрыночной

философии, трейдер не замыкается в узком мирке, а раздвигает свои горизонты за счет анализа внешних факторов. Он осознает, что события не могут происходить изолированно друг от друга и что все товарные рынки так или иначе связаны между собой. Учет этих взаимосвязей способствует значительному улучшению торговой стратегии.

Хотя в этой главе обсуждалась относительная динамика только товарных рынков, анализ *относительной силы* применим ко всем финансовым рынкам, включая облигации и акции. Коэффициенты можно использовать и для сравнения различных финансовых секторов, и как полезный инструмент тактического размещения активов. Глава 12 будет посвящена анализу относительной силы трех финансовых секторов: товаров, облигаций и акций. Мы также рассмотрим роль товаров как одного из классов активов в процессе размещения капитала.

РИСУНОК 11.16

Пример крайне перепроданного рынка. За предшествующие 100 торговых дней медь заняла самое последнее место в рейтинге. Низкий показатель относительной силы вкупе с бычьим разворотом коэффициента свидетельствует о перепроданности рынка и его готовности к повышению. Приверженцы теории противоположного мнения рассматривают в качестве претендентов на покупку товары с наименьшими показателями относительной силы, а в качестве претендентов на продажу – товары в верхней части рейтингового списка.



Товарные рынки и размещение активов

В предыдущей главе мы использовали анализ *относительной силы*, или анализ *коэффициентов*, применительно только к товарным рынкам. В этой главе область его применения будет расширена за счет сравнения товарных рынков (представленных индексом CRB) с рынками облигаций и акций. Наше исследование преследует две цели. Первая – ввести еще один технический инструмент, демонстрирующий тесную связь между этими тремя финансовыми секторами (товарами, облигациями и акциями), и *показать возможности использования межрыночных коэффициентов для прогнозирования направления движения рынков*. Графики коэффициентов предупреждают о потенциальном изменении тенденций и могут стать важным дополнением к традиционному техническому анализу. Например, повышение коэффициента CRB/облигации обычно свидетельствует об усилении инфляционного давления. В этом случае товарные рынки будут сильнее рынка облигаций. Кроме того, рост коэффициента CRB/облигации служит медвежьим признаком для рынка акций.

Во-вторых, будут изучены перспективы использования товаров в качестве самостоятельного класса активов наряду с облигациями и акциями. До настоящего момента мы рассматривали межрыночные связи, главным образом, как технические индикаторы для проведения торговых операций в отдельных секторах рынка. Однако *потенциальная роль товарных рынков в процессе размещения активов значительно шире*. Например, если товарные рынки демонстрируют более высокие показатели, чем рынки облигаций и акций, управляющий портфелем имеет возможность заключать фьючерсные сделки на товарных рынках, что будет как инструментом диверсификации портфеля, так и средством страхования от инфляции. Если в период роста инфляции происходит одновременное падение рынков облигаций и акций, то диверсификация портфеля посредством размещения большей части активов в этих финансовых секторах становится, мягко говоря, нерациональной. Почему бы не разместить часть средств на той группе рынков, которые только выигрывают от роста инфляции, а именно, на товарных рынках?

На страницах этой книги неоднократно подчеркивалось, что большинство участников финансовых рынков недооценивают роль товарных рынков в системе межрыночных связей. Установление тесной связи товарных рынков с рынками облигаций и акций (через влияние товарных рынков на инфляцию и процентные ставки) стало настоящим прорывом в техническом анализе. Значимость этого прорыва отнюдь не ограничивается использованием товарных рынков в качестве технического индикатора для рынков облигаций и акций. Возможно, *полное и последовательное приме-*

нение межрыночного анализа как раз и состоит в использовании товарных рынков (например, входящих в индекс CRB) в процессе размещения активов наряду с облигациями, акциями и наличными деньгами. Ниже мы подробно рассмотрим этот вопрос, а также коснемся темы использования управляемых товарных фондов как средства диверсификации портфеля из облигаций и акций.

АНАЛИЗ КОЭФФИЦИЕНТА CRB/ОБЛИГАЦИИ

Этот раздел начнется со сравнения индекса CRB и казначейских облигаций. Как уже неоднократно отмечалось выше, *самой важной и прочной связью в межрыночном анализе является обратная зависимость между ценами на товары и облигации*. Анализ относительной силы представляет собой еще один эффективный способ отслеживания этой зависимости. Графики коэффициентов – это новый технический индикатор, служащий ценным дополнением к методу наложения графиков. Непосредственно к графикам коэффициентов можно применять такие традиционные методы технического анализа, как уровни поддержки и сопротивления, линии тренда, скользящие средние и т.д. На этих графиках часто появляются опережающие сигналы об изменениях во взаимосвязи двух рассматриваемых рынков.

На рисунках 12.1–12.3 сравниваются индекс CRB и казначейские облигации за пятилетний период с конца 1985 по начало 1990 года. Все рисунки разделены на две части. В верхней рамке методом наложения сравниваются графики индекса CRB и казначейских облигаций. Нижний график на каждом рисунке представляет собой относительный коэффициент, полученный делением индекса CRB на фьючерсные цены казначейских облигаций. Как объяснялось в главе 11, *относительный коэффициент* – это отношение двух любых величин, начальное значение которого на выбранном промежутке времени равно 100. Единое начальное значение коэффициентов позволяет более объективно сравнивать показатели относительной силы разнородных рынков.

На рисунке 12.1 показан весь пятилетний период. Кривая коэффициента в нижней части рисунка резко понижалась до начала 1986 года. Период дезинфляции (например, начало восьмидесятых годов) обычно характеризуется падением товарных цен и ростом цен на облигации. Соответственно, будет снижаться и коэффициент CRB/облигации. Снижение коэффициента (как это было до 1986 года и затем с середины 1988 до середины 1989 года) говорит об спаде инфляции и усилении рынка облигаций по сравнению с товарными рынками. Повышение коэффициента (от минимума 1986 до пика 1988 года и снова в конце 1989 года) связано с ростом инфляционного давления и усилением товарных рынков относительно рынка облигаций. Как правило, *рост коэффициента CRB/облигации также означает повышение процентных ставок*.

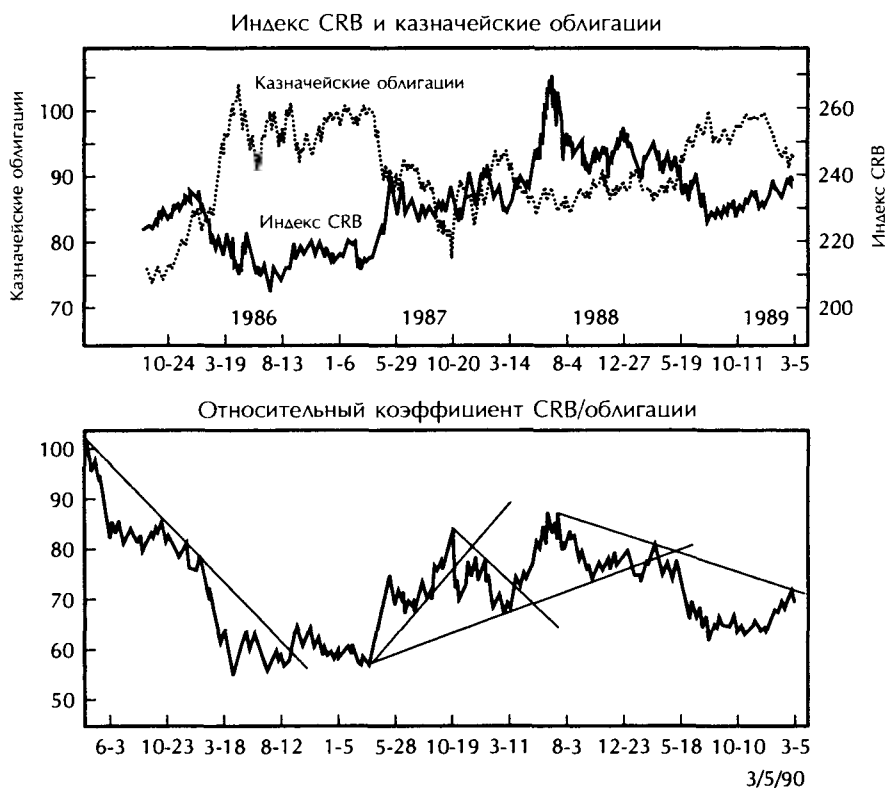
Линии тренда на графике коэффициента (рис. 12.1) наглядно демонстрируют эффективность анализа данного вида графиков посредством традиционных технических методов. Линии тренда подходят для изучения как долгосрочных тенденций (см. прорыв нисходящей линии тренда в 1986 году и прорыв двухлетней восходящей линии тренда в начале 1989), так и краткосрочных (см. прорыв восходящей линии тренда осенью 1987 и прорыв нисходящей линии тренда весной 1988 года).

Однако истинное назначение этих графиков – показать, что иногда выгоднее вкладывать средства в облигации, а иногда – в товары. За весь пятилетний период, отраженный на рисунке 12.1, рынок облигаций продемонстрировал почти на 30% лучшие результаты, чем индекс CRB. Тем не менее, *с 1986 до середины 1988 года товарные рынки обошли рынок облигаций примерно на 30% (если судить только по относительному изменению цен)*.

На рисунке 12.2 представлена относительная динамика двух секторов с момента образования коэффициентом пика в середине 1988 до марта 1990 года. За эти

РИСУНОК 12.1

Сравнение индекса CRB и рынка казначейских облигаций с конца 1985 по начало 1990 года. В верхней рамке сравнение графиков производится методом наложения. Нижний график представляет собой относительный коэффициент, полученный делением индекса CRB на фьючерсные цены облигаций. Если коэффициент повышается, предпочтение следует отдавать товарам, а если понижается – облигациям. С 1986 по середину 1988 года товарные рынки показали на 30% лучший результат, чем рынок облигаций. Линии тренда облегчают выявление разворотов кривой коэффициента.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

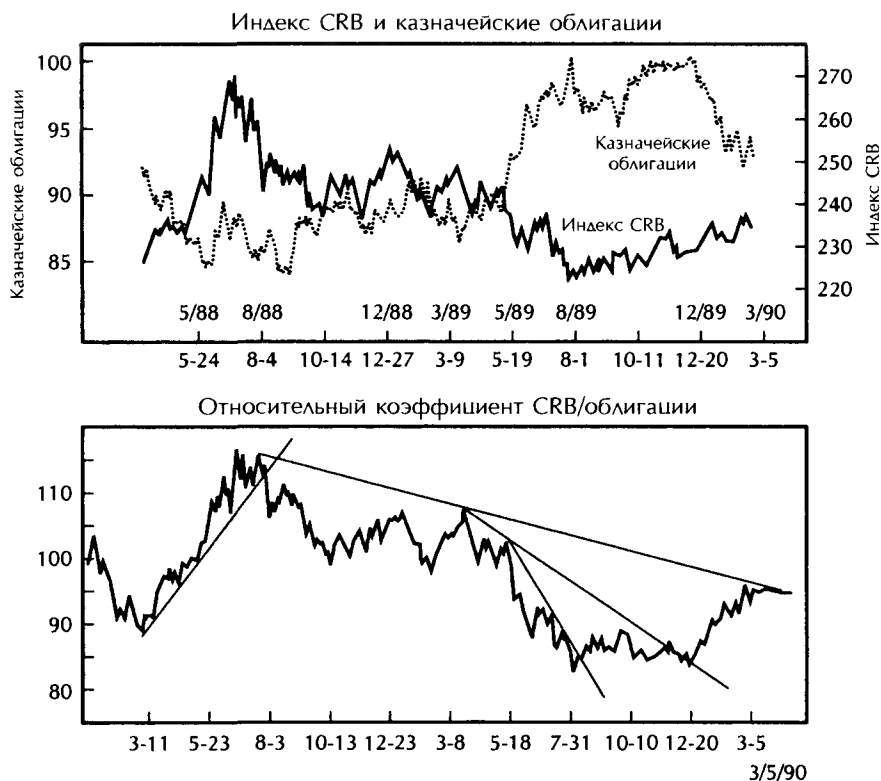
полтора года рынок облигаций показал почти на 20% лучший результат, чем индекс CRB. Однако по итогам последних шести месяцев, с августа 1989 по март 1990 года, индекс CRB оказался сильнее рынка облигаций примерно на 12%. Из рисунка также видно, что медвежий прорыв коэффициента весной 1989 года стал следствием впечатляющего роста цен на облигации и обвала товарных цен.

Рисунок 12.3 позволяет детально рассмотреть картину роста коэффициента CRB/облигации с лета 1989 года. Августовский минимум коэффициента (нижний график) в точности совпал с пиком на рынке облигаций и минимумом индекса CRB (верхняя рамка). Именно с этого момента начался рост инфляционного давления, темпы которого существенно ускорились в четвертом квартале 1989 года. Однако мало кто обратил на это внимание. Прорыв коэффициентом нисходящей линии тренда в конце декабря 1989 года означал, что инфляция начинает приобретать угрожающие масштабы. Это привело к повышению процентных ставок и усилило медвежье давление на рынок облигаций.

Из приведенных примеров можно извлечь два важных вывода. Во-первых, линии тренда и другие методы обычного графического анализа помогают с высокой

РИСУНОК 12.2

Наложение графиков индекса CRB и цен на казначейские облигации (верхняя рамка) и график относительного коэффициента, полученного делением индекса CRB на фьючерсные цены облигаций (нижняя рамка), с начала 1988 по начало 1990 года. Падение коэффициента с середины 1988 до середины 1989 года отражало ситуацию, благоприятную для рынка облигаций. За семь месяцев с августа 1989 года индекс CRB показал почти на 12% лучший результат по сравнению с фьючерсами на облигации.

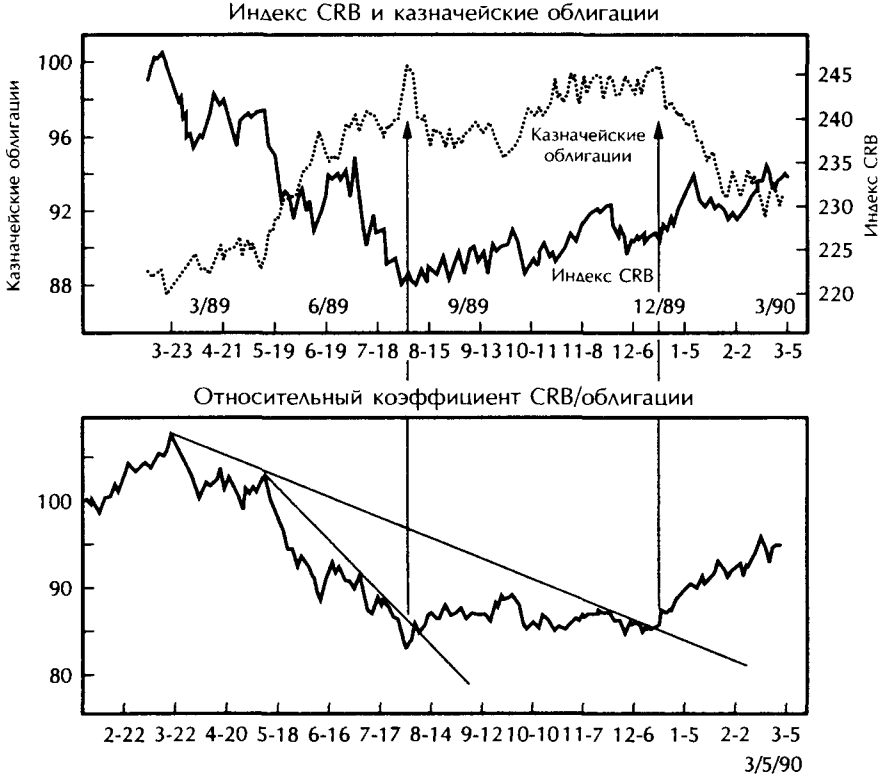


Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

степенью точности определять развороты кривой коэффициента. Во-вторых, в распоряжении трейдеров появляется более эффективный инструмент, позволяющий оперативно перемещать средства из одного сектора в другой. *Повышение кривой коэффициента – сигнал к покупке товаров; понижение кривой коэффициента – сигнал к покупке облигаций.* Направление движения коэффициента CRB/облигации также содержит важную информацию о состоянии рынка акций.

РИСУНОК 12.3

Зависимость между индексом CRB и фьючерсными ценами на казначейские облигации с февраля 1989 по март 1990 года. В августе 1989 года коэффициент CRB/облигации достиг низшей точки. В декабре он прорвал нисходящую линию тренда, сигнализируя об укреплении товарных рынков и ослаблении рынка облигаций. Рост коэффициента означает повышение процентных ставок.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ ИНДЕКСОМ CRB И АКЦИЯМИ

На рисунках 12.4—12.6 используются те же методы анализа относительной силы, что и в предыдущих примерах, только в данном случае коэффициент получают делением индекса CRB на индекс акций S&P 500. В качестве исходного также взят пятилетний период с конца 1985 года по первый квартал 1990 года. Из нижнего графика рисунка 12.4 следует, что за пять лет в целом индекс S&P 500 показал почти на 50% лучший результат, чем индекс CRB (исходя из относительного изменения цен). Товарные рынки были сильнее рынка акций только в течение двух периодов. Первый продолжался с лета 1987 по лето 1988 года. Не удивительно, что на этот период пришлось крушение рынка акций осенью 1987 года и взлет товарных цен в первой половине 1988 года, вызванный засухой на среднем западе. *За эти 12 месяцев индекс CRB обошел индекс S&P 500 примерно на 25%.* Второй период начался в четвертом квартале 1989 года и продолжался до марта 1990 года.

Как видно из рисунка 12.5, летом 1988 года коэффициент CRB/акции прорвал восходящую линию тренда и затем образовал «двойную вершину». Медвежий прорыв, завершивший формирование этой модели в начале 1989 года, подтвердил, что

РИСУНОК 12.4

Зависимость между индексами CRB и S&P 500 с конца 1985 по начало 1990 года. Судя по графику коэффициента CRB/S&P, в течение этих пяти лет рынок акций был сильнее товарных рынков, однако с середины 1987 по середину 1988 года и в конце 1989—начале 1990 года товарные рынки показали лучшие результаты. Товарные рынки обычно демонстрируют более высокие показатели в периоды ослабления рынка акций.

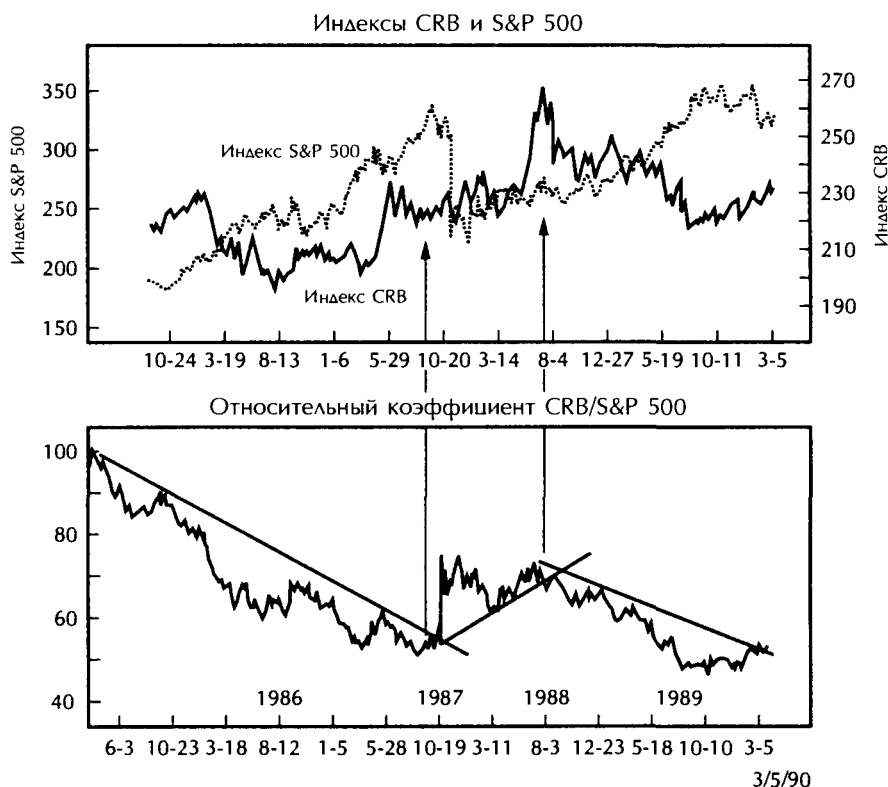
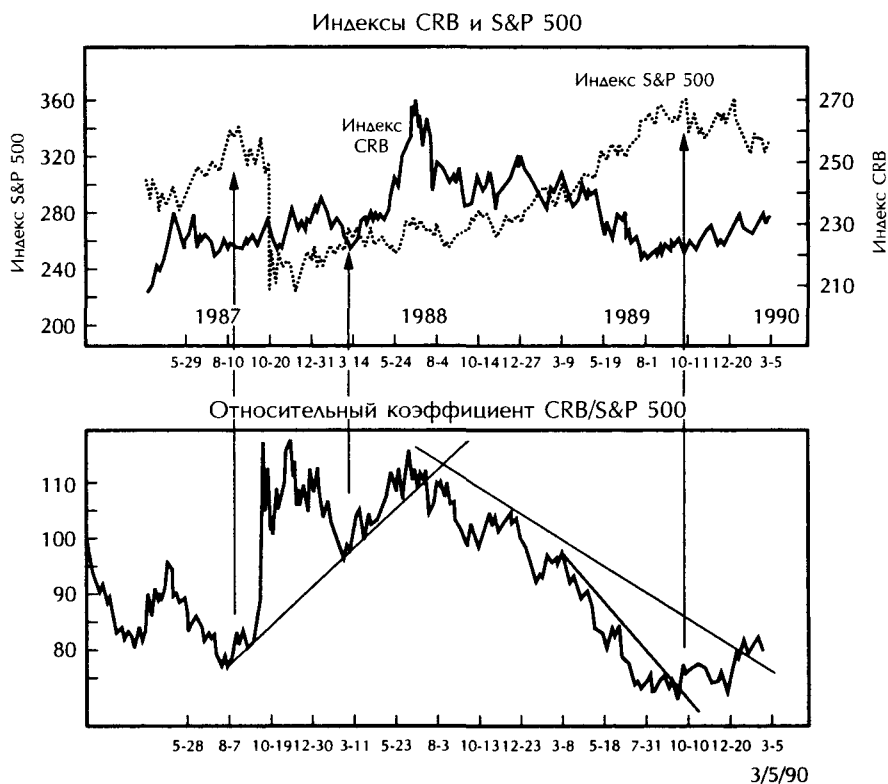


РИСУНОК 12.5

Зависимость между индексами CRB и S&P 500 с 1987 по начало 1990 года. Двойная вершина коэффициента CRB/S&P (нижний график) во второй половине 1988 года стала сигналом усиления рынка акций по сравнению с товарными рынками. В четвертом квартале 1989 года товарные рынки были сильнее рынка акций.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

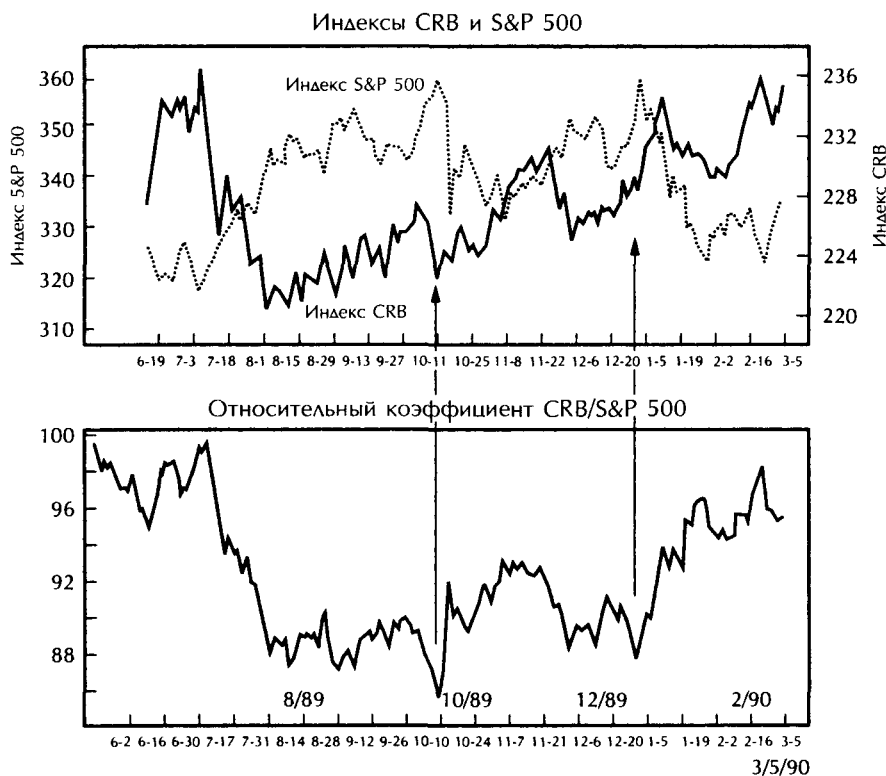
маятник качнулся от товаров к акциям. Однако в октябре 1989 года маятник снова начал движение в сторону товарных рынков.

В середине октября 1989 года американский рынок акций пережил резкий спад, что отражено в верхней части рисунка 12.6. Следующий пик образовался в первую неделю января 1990 года, и рынок снова резко упал. В верхней части рисунка 12.6 также видно, что падение цен на акции сопровождалось ростом товарных цен. На нижнем графике четко прослеживаются две впадины коэффициента CRB/S&P в октябре и январе, и его последующее постепенное повышение. За период с октября 1989 по конец февраля 1990 года индекс CRB обошел индекс S&P 500 примерно на 14%.

Из этих примеров следует очень простой вывод: хотя рынок акций был сильнее на протяжении большей части последних пяти лет, в периоды его ослабления товарные рынки обычно демонстрируют более высокие показатели. Конечно, во время бурного роста курсов акций товары почти не представляют интереса для инвестора. Однако понижение рынка акций часто сопровождается повышением товарных рынков. Именно поэтому вложение части средств в товары может сгладить последствия падения рынка акций и в какой-то степени обеспечить защиту от инфляции.

РИСУНОК 12.6

Зависимость между индексами CRB и S&P 500 с середины 1989 по март 1990 года. Впадинам коэффициента CRB/S&P в октябре 1989 и январе 1990 года соответствовали пики рынка акций. За пять месяцев с октября 1989 года индекс CRB обошел индекс S&P 500 примерно на 14%. В периоды слабости рынка акций товарные рынки обычно демонстрируют более высокие показатели.



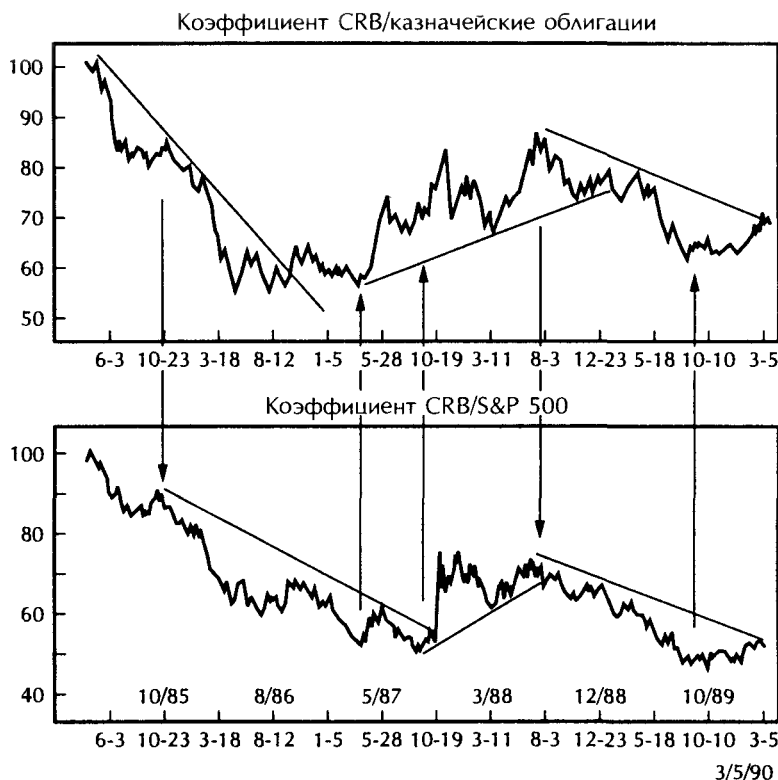
Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

Ту же мысль можно выразить иначе: *как правило, акции и товары имеют лучшие показатели в разные периоды*. Товарные рынки обычно сильнее в условиях высокой инфляции (например, как в семидесятых годах), которая отрицательно сказывается на рынке акций. Низкая же инфляция вызывает ослабление товарных рынков и повышение рынка акций. Сравнение относительной силы рынков товаров и акций может своевременно предупредить трейдера, работающего в любом из этих секторов, об изменении текущей тенденции. Падение коэффициента товары/акции свидетельствует о предпочтительности акций по сравнению с товарами. Рост коэффициента предполагает уменьшение доли акций в инвестиционном портфеле и перевод части средств на некоторые товарные рынки с целью страхования от инфляции.

Рынки облигаций и акций тесно взаимосвязаны. Одним из главных факторов, определяющих цены на облигации, является инфляция. Следовательно, усиление инфляции (рост цен на товары) оказывает медвежье давление сначала на облигации, а спустя некоторое время – на акции. Снижение уровня инфляции (падение товарных цен) обычно благотворно сказывается на обоих рынках. Поэтому не удивительно, что *между коэффициентами CRB/облигации и CRB/акции существует положительная корреляция*. На рисунке 12.7 сравниваются коэффициенты CRB/облигации (верхний график) и CRB/S&P 500 (нижний график) с 1985 по начало 1990 года.

РИСУНОК 12.7

Сравнение коэффициентов CRB/облигации (верхний график) и CRB/S&P 500 (нижний график) с 1985 по начало 1990 года. Между двумя графиками наблюдается сильное сходство. Повышение товарных цен обычно оказывает медвежье воздействие на рынки облигаций и акций, но первым на это повышение реагирует рынок облигаций.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

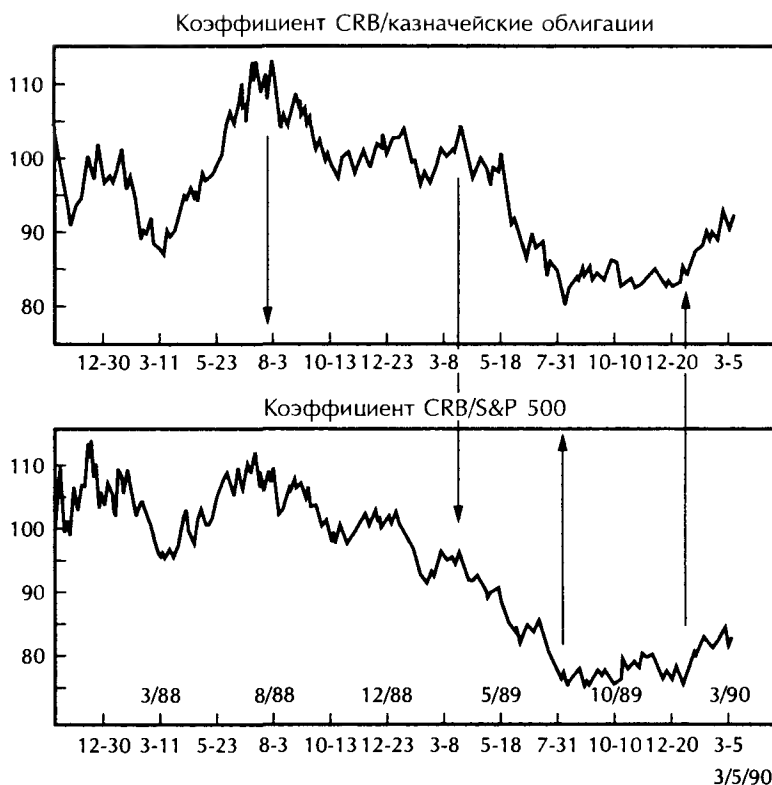
Рисунок 12.7 демонстрирует подобие двух кривых. На графиках коэффициентов отчетливо прослеживаются четыре тенденции. Во-первых, оба показателя понижались с начала восьмидесятых по 1986—87 годы. Во-вторых, оба затем повышались до середины 1988 года. В-третьих, они вместе падали с середины 1988 по третий квартал 1989 года. В-четвертых, в конце восьмидесятых коэффициенты начали расти. На основании графиков можно заключить, что *повышение товарных цен (усиление инфляции) обычно неблагоприятно сказывается на ценах облигаций и акций.*

В периоды высокой инфляции (характеризующиеся ростом коэффициентов CRB/облигации-акции) товарные рынки, как правило, показывают лучшие результаты, чем рынки облигаций и акций. Отсюда следует, что вложение средств только в облигации и акции в подобных условиях не обеспечивает адекватной защиты от инфляции и полноценной диверсификации портфеля. Диверсификация достигается размещением активов на рынках, имеющих слабую или отрицательную корреляцию. В условиях роста инфляции обоим условиям удовлетворяют товарные рынки.

На рисунке 12.8 сравниваются коэффициенты товары/облигации (верхний график) и товары/акции (нижний график) с 1988 по начало 1990 года. Оба коэффициента повернули вниз примерно в одно время — летом 1988 года. Весной 1989 года темпы их падения ускорились. Летом 1989 года оба показателя достигли минимума

РИСУНОК 12.8

Сравнение коэффициентов CRB/облигации (верхний график) и CRB/S&P 500 (нижний график) с начала 1988 по начало 1990 года. Оба коэффициента почти одновременно повернули вниз в середине 1988 года и вверх – во второй половине 1989 года. Поскольку оба коэффициента обычно падают вместе, ни облигации, ни акции не могут обеспечить полноценную защиту от инфляции.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

и затем повышались до марта 1990 года. Еще раз подчеркнем, что сходство в динамике этих коэффициентов доказывает достаточно тесную связь между рынками облигаций и акций и отрицательную корреляцию товарных рынков с обоими финансовыми секторами. Попытка диверсифицировать портфель и защитить его от инфляции перемещением средств из акций в облигации, и наоборот, лишена смысла. В периоды ослабления рынков облигаций и акций единственным сектором, позволяющим не только защитить инвестиции, но и получить доход, являются товарные рынки, представленные индексом CRB.

КОЭФФИЦИЕНТ CRB/ОБЛИГАЦИИ ОПЕРЕЖАЕТ КОЭФФИЦИЕНТ CRB/АКЦИИ

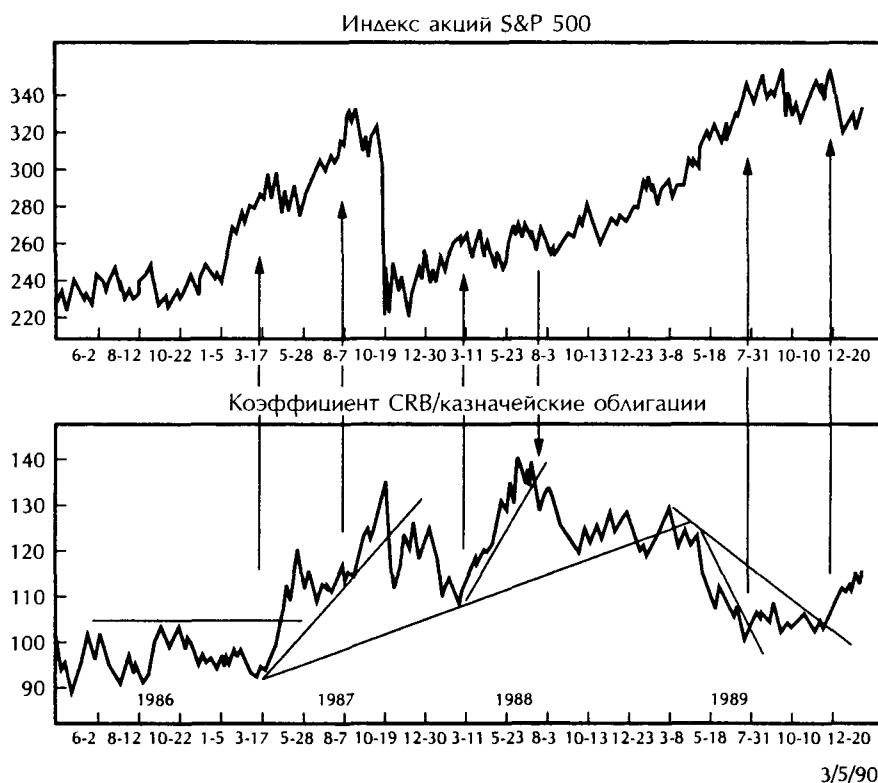
Изучение динамики коэффициентов, представленных на рисунках 12.7 и 12.8, позволяет сделать еще один вывод: коэффициент CRB/облигации обычно опережает коэффициент CRB/S&P 500. Это легко объяснить. Рынок облигаций более чувствителен к инфляционному давлению и теснее связан с индексом CRB. Отрицательное

воздействие инфляции на рынок акций проявляется с задержкой и не столь ярко выражено. Поэтому вполне логично, что коэффициент товары/облигации первым меняет направление. Следовательно, коэффициент CRB/облигации можно использовать как опережающий индикатор рынка акций. Весной 1987 года коэффициент CRB/облигации резко пошел вверх, в то время как коэффициент CRB/акции продолжал падать (рис. 12.7). Итогом этого расхождения стал обвал рынка акций в октябре 1987 года. Коэффициент CRB/облигации достиг минимума и начал повышаться в августе 1989 года, опередив на два месяца окончательный минимум коэффициента CRB/акции, появившийся только в октябре. В обоих случаях коэффициент CRB/облигации предвосхищал развороты коэффициента CRB/акции. На рисунке 12.9 представлен еще один пример влияния коэффициента товары/облигации на рынок акций.

На рисунке 12.9 сравнивается динамика коэффициента товары/облигации (нижний график) и индекса S&P 500 за пять лет, начиная с 1986 года. Изучение областей, отмеченных стрелками, позволяет сделать вывод о том, что *ослабление рынка акций обычно происходит после или одновременно с началом роста коэффициента CRB/облигации*. Два самых ярких примера – события 1987 и конца 1989 года. Повышение коэффициента в первой половине 1988 года хотя и не привело к паде-

РИСУНОК 12.9

Сравнение индекса акций S&P 500 (верхний график) и относительного коэффициента CRB/облигации (нижний график) с 1986 года. Повышение коэффициента CRB/облигации обычно служит медвежьим признаком для рынка акций, а его понижение – бычьим. Рост коэффициента в 1987 году предупредил о предстоящем осеннем обвале рынка акций, а его падение с середины 1988 по середину 1989 года способствовало устойчивому подъему последнего.



нию рынка акций, но сдержало его рост. Истинный подъем рынка акций в 1988 году начался только после того, как коэффициент CRB/облигации достиг пика летом этого года и начал падать.

Падение коэффициента обычно сопровождается стабилизацией или повышением цен на акции. Наиболее яркими примерами бычьего воздействия падающего коэффициента на рынок акций на рисунке 12.9 являются периоды с четвертого квартала 1986 по первый квартал 1987 года и с лета 1988 по лето 1989 года. Падение коэффициента в начале восьмидесятых годов также благоприятно сказалось на рынке акций (этот период не показан на рисунке). Изучая динамику коэффициента CRB/облигации можно определить, каким будет направление инфляции, какой из этих двух рынков в настоящий момент сильнее, и каковы перспективы развития рынка акций. *Падение коэффициента CRB/облигации служит бычьим знаком для рынка акций. Резкий рост коэффициента CRB/облигации предупреждает о его возможном понижении.*

РОЛЬ ФЬЮЧЕРСОВ В РАЗМЕЩЕНИИ АКТИВОВ

Благодаря бурному развитию финансовых фьючерсов в последние двадцать лет, сегодня возможно заключение фьючерсных сделок во всех финансовых секторах. Товарные контракты, представляющие старейший сектор фьючерсов, существуют на различных биржах. Сделки с металлами и энергоносителями заключаются в Нью-Йорке, с большинством сельскохозяйственных продуктов – в Чикаго. Фьючерсные контракты на индекс CRB делают возможной одновременную торговлю целой корзиной товаров.

Процентные фьючерсы обеспечивают доступ на рынки казначейских векселей, нот и облигаций, а также краткосрочных евродолларов. Фьючерсы на индексы акций дают возможность использовать метод корзины в торговле, ориентированной на тенденции рынка акций в целом. Фьючерсы на иностранные валюты и индекс доллара США позволяют торговать с учетом тенденций курсов основных мировых валют. Фьючерсные рынки представляют все четыре сектора: товары, валюты, процентные ставки и акции. Фьючерсные контракты существуют на японском и британском рынках облигаций и акций, а также на финансовых рынках ряда других стран.

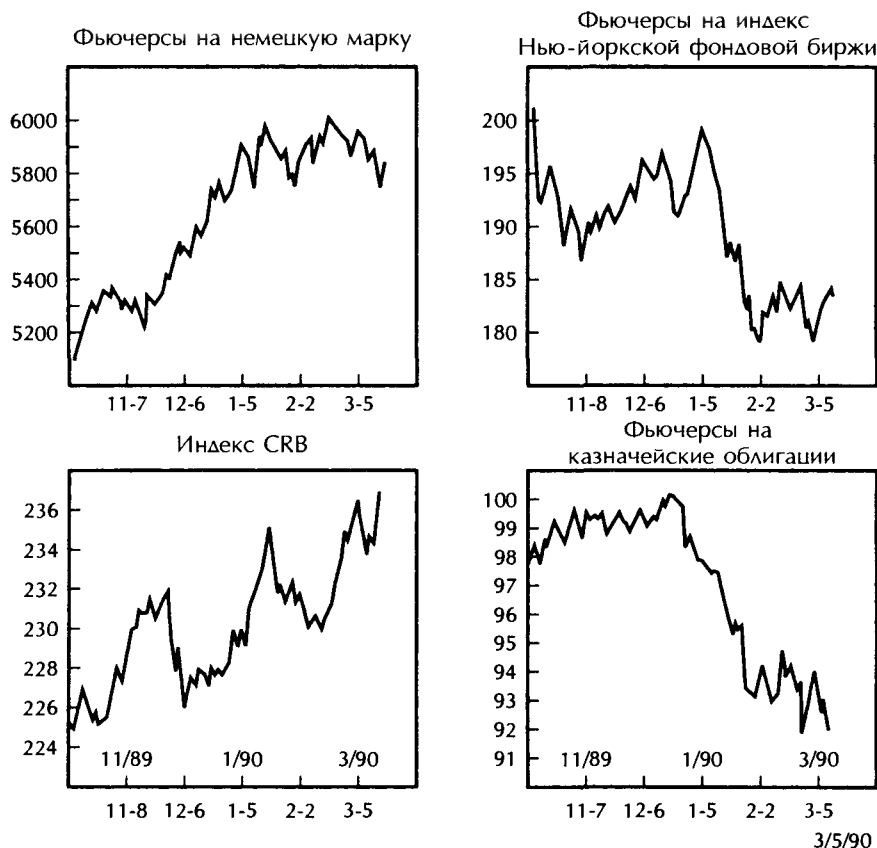
Таким образом, выбор у фьючерсных трейдеров очень богат. *Фьючерсные рынки предоставляют прекрасные возможности для размещения активов.* Средства могут легко перемещаться из одного сектора в другой с целью оптимального использования как краткосрочных, так и долгосрочных тенденций различных рынков. Если финансовые рынки сильнее товарных, можно увеличить число длинных позиций по индексам облигаций и акций, а в случае ухудшения ситуации на финансовых рынках и усиления товарных – без труда перевести средства на последние. В условиях роста инфляции дополнительно к длинным позициям на товарных рынках можно открыть длинные позиции по иностранным валютам (например, по немецкой марке), курсы которых обычно растут одновременно с американскими товарными рынками (в периоды ослабления доллара).

СРАВНЕНИЕ ЧЕТЫРЕХ ФЬЮЧЕРСНЫХ СЕКТОРОВ

На рисунке 12.10 сравнивается динамика четырех секторов фьючерсных рынков за 100 дней с ноября 1989 по первую неделю марта 1990 года. Курс немецкой марки (левый верхний график) и индекс CRB (левый нижний график) повышаются уже несколько месяцев. На обоих секторах благотворно сказалось резкое падение курса доллара США в этот период (график не показан), усилившее инфляционное давле-

РИСУНОК 12.10

Сравнение четырех финансовых секторов, представленных фьючерсными рынками, в конце 1989 и начале 1990 года: валюты (левый верхний график), товары (левый нижний график), облигации (правый нижний график) и акции (правый верхний график). Фьючерсные рынки, охватывающие все четыре сектора, представляют собой идеальную среду с точки зрения возможностей для размещения активов. В условиях спада на рынках облигаций и акций валютные и товарные рынки обычно повышаются.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

ние на американские рынки. В подобных условиях страховкой от инфляции может служить покупка отдельных товаров (например, золота или нефти) или индекса CRB. Можно также купить фьючерсы на иностранные валюты, курсы которых растут при падении курса доллара. Если предпочтение отдается коротким позициям, можно продать индекс доллара США и заработать непосредственно на ослаблении американской валюты.

Фьючерсные цены на индекс акций Нью-йоркской фондовой биржи (правый верхний график) и на казначейские облигации (правый нижний график) падают в основном по тем же причинам, по которым растут товарные цены и курсы иностранных валют — из-за снижения курса доллара США и возобновившегося роста инфляции. В периоды ослабления финансовых рынков целесообразно ликвидировать длинные позиции по облигациям и индексам акций и сосредоточить длинные позиции на рынках товаров и валют. Можно также воспользоваться снижением цен на финансовых рынках и открыть короткие позиции по фьючерсам на процентные ставки и индексы акций.

Короткие позиции дают возможность трейдеру зарабатывать на падении цен. Особенности фьючерсной торговли позволяют открывать короткие позиции с такой же легкостью, как и длинные. Поэтому у участников фьючерсных рынков не бывает бычьих или медвежьих предпочтений. Они могут покупать при росте цен и продавать при их падении. Следствием этого является огромное многообразие выбора. Трейдеры, занимающиеся фьючерсами, могут заключать сделки во всех рыночных секторах, открывать как длинные, так и короткие позиции. Они имеют возможность зарабатывать и в периоды инфляции, и в условиях дезинфляции. Фьючерсные рынки – идеальная среда для применения тактических методов размещения активов, то есть перемещения средств из одних классов активов в другие в зависимости от изменений рыночной конъюнктуры, что способствует максимальной эффективности инвестиций. Кроме того, использование фьючерсов, требующих лишь 10%-ной маржи, ускоряет процесс и делает его дешевле. Все вышесказанное убедительно свидетельствует в пользу профессионально управляемых фьючерсных фондов как превосходного средства диверсификации портфеля и защиты от инфляции.

ЗНАЧЕНИЕ УПРАВЛЯЕМЫХ ФЬЮЧЕРСНЫХ СЧЕТОВ

На протяжении последних лет финансовые менеджеры стали уделять больше внимания потенциальным достоинствам размещения части активов на управляемых фьючерсных счетах в целях диверсификации портфелей и защиты от инфляции. Толчком к этому послужили исследования профессора Гарвардского университета Джона Линтнера. Весной 1983 года он выступил на ежегодной конференции Федерации финансовых аналитиков в Торонто (Канада) с докладом под названием «Предполагаемая роль управляемых товарно-финансовых фьючерсных счетов (и/или фондов) в портфелях акций и облигаций». В докладе обосновывалась целесообразность включения управляемых фьючерсных счетов в состав традиционного портфеля акций и облигаций. В последующие годы идеи Дж.Линтнера были подтверждены и получили дальнейшее развитие в работах других исследователей. Согласно результатам этих исследований, портфели фьючерсов характеризуются большей доходностью и более высоким риском. Однако слабая корреляция доходности фьючерсных портфелей с доходностью портфелей акций и облигаций позволяет существенно улучшить соотношение риска и доходности при размещении части активов на управляемых фьючерсных счетах. В своем докладе Дж.Линтнер, в частности, отметил:

«Преимущества квалифицированно составленных портфелей из управляемых счетов или фондов настолько велики – и корреляция доходности фьючерсных портфелей с доходностью портфелей акций и облигаций настолько незначительна (иногда даже отрицательна) – что по соотношению риска и доходности *расширенные портфели*, сочетающие вложения в определенные группы фьючерсных счетов (или фондов) с вложениями в акции (или акции и облигации), намного превосходят портфели, состоящие только из акций (или акций и облигаций) ... Комбинированные портфели акций (или акций и облигаций), *дополненные* за счет инвестиций в грамотно отобранные ... управляемые фьючерсные счета (или фонды), демонстрируют значительно меньший риск на любом уровне ожидаемой доходности по сравнению с портфелями, состоящими только из акций (или акций и облигаций)».

ПОЧЕМУ ФЬЮЧЕРСНЫЕ ПОРТФЕЛИ СЛАБО КОРРЕЛИРУЮТ С ПОРТФЕЛЯМИ АКЦИЙ И ОБЛИГАЦИЙ?

Низкая корреляция фьючерсных фондов с портфелями акций и облигаций объясняется двумя основными причинами. Первая состоит в разнообразии фьючерсных рынков. Управляющие фьючерсными фондами ведут операции во всех секторах фьючерсных рынков, и *эффективность этих операций не зависит только от динамики рынков облигаций и акций*. Большинство управляющих фьючерсными фондами придерживаются тактики следования за тенденцией. В периоды подъема финансовых рынков они получают прибыль, покупая фьючерсы на процентные ставки и индексы акций, а при снижении цен на облигации и акции их потери на финансовых рынках в значительной мере компенсируются доходами от операций на товарных и валютных рынках, которые в такие периоды обычно повышаются. *Диверсификация обеспечивается автоматически за счет ведения операций в четырех различных секторах, как правило, имеющих отрицательную корреляцию.*

Вторая причина заключается в возможности игры на понижение. Ни на одном из рынков управляющие фьючерсными фондами «не привязаны» к длинным позициям. Продавая финансовые фьючерсы, они могут заработать на падении рынков облигаций и акций. В такой ситуации можно открыть короткие позиции на финансовых рынках и длинные – на товарных. Таким образом, даже в условиях спада на финансовых рынках управляющие фьючерсными фондами могут действовать вполне успешно, особенно если этот спад вызван инфляцией. Именно такие периоды наиболее неблагоприятны для управляющих традиционными портфелями акций и облигаций.

Исследования покойного д-ра Линтнера и его последователей основываются на результатах деятельности советников по товарной торговле (Commodity Trading Advisors) и взаимных фьючерсных фондов открытого типа, которые контролирует и публикует организация *Managed Account Reports* (5513 Twin Knolls Road, Columbia, MD 21045). Эти исследования упоминаются здесь для того, чтобы привлечь внимание читателя к работе, ведущейся в данном направлении, и в надежде, что преимущества межрыночной торговли, которая пока чаще практикуется на фьючерсных рынках, наконец оценят и будут использовать более широкие массы инвесторов.

А теперь сузим рамки исследования и сконцентрируемся на одной части фьючерсного портфеля – *традиционных товарных рынках*. На протяжении всей книги неоднократно подчеркивалась важность этой группы как средства защиты от инфляции и ее тесная взаимосвязь с другими тремя секторами: валютами, облигациями и акциями. С появлением индекса фьючерсных цен CRB и фьючерсов на него стало возможным использовать в межрыночных сравнениях единый товарный индекс. Наличие индекса, представляющего все товарные рынки, позволило рассматривать товарные рынки как единое целое, а не совокупность мелких разрозненных частей. Серьезная работа в области межрыночного анализа (установившая связь между товарными и финансовыми рынками) началась с введением фьючерсного контракта на индекс CRB в 1986 году. С тех пор внимание к ежедневной динамике индекса неуклонно растет.

Ниже мы затронем еще один аспект использования индекса CRB и попытаемся установить, можно ли рассматривать его компоненты как самостоятельный класс активов и если так, то целесообразно ли распространение метода *корзины*, практикуемого в товарной торговле, на более традиционные области инвестиций. При этом будут использованы данные, собранные фирмой Powers Research Associates, L.P. (30 Montgomery Street, Jersey City, NJ 07306) и опубликованные Нью-Йоркской фьючерсной биржей в работе «Товарные фьючерсы как класс активов» (январь, 1990).

ТОВАРНЫЕ ФЬЮЧЕРСЫ КАК КЛАСС АКТИВОВ

В этой работе сначала сравнивается доходность четырех категорий финансовых инструментов (государственных облигаций, корпоративных облигаций, американских акций и индекса CRB) с 1961 по 1988 год включительно. Американские акции представлены индексом S&P 500, а корпоративные облигации – индексом Salomon Brothers для долгосрочных корпоративных облигаций высшей категории. Для государственных облигаций взят примерный срок обращения в 20 лет. Товарная часть представлена доходностью индекса CRB плюс 90% доходности казначейских векселей (поскольку фьючерсная позиция по индексу CRB требует лишь 10%-ной маржи). Некоторые из полученных результатов сведены в таблицу 12.1.

За весь тридцатилетний период наивысшую доходность продемонстрировали американские акции (1428,41), а индекс CRB занял второе место (1175,26). Дважды, в 1965—88 и в 1970—88 годах индекс CRB показывал лучшие результаты (соответственно 974,70 и 787,97), в то время как акциям доставалось второе место (соответственно 766,78 и 650,69). Следует отметить, что эти два периода включают семидесятые годы, когда усиление инфляции способствовало бурному росту товарных цен. За 14 лет, начиная с 1975 года, акции вернули себе первое место (555,69), вторыми стали корпоративные облигации (338,23), а индекс CRB опустился на третье место (336,47). С 1980 года максимальная доходность была у корпоративных облигаций (300,58), а акции и государственные облигации имели примерно равные показатели и поделили второе место. Индекс CRB, как следствие низкого уровня инфляции в восьмидесятых годах, оказался последним. В заключительный период, с 1985 по 1988 год, акции вновь вернулись на лидирующие позиции, а облигации стали вторыми. Худшие результаты за последние четыре года показали товарные рынки.

Очевидно, что в восьмидесятые годы оптимальным объектом для инвестиций являлись финансовые активы (облигации и акции), однако в течение всех тридцати лет товарные рынки были значительно сильнее рынка облигаций, а за последние 20 и 25 лет продемонстрировали самые высокие показатели из всех трех классов. Постоянная смена лидеров свидетельствует о том, что у каждого класса активов есть свой «звездный час» и что не следует ограничиваться сравнением относительной силы этих трех секторов на слишком коротких временных интервалах.

КАКОВА СТЕПЕНЬ РИСКА?

Суммарный доход – это лишь одна сторона медали. Необходимо также учитывать степень риска. Как показывают исследования, рост доходности обычно сопряжен с более высоким риском. За рассматриваемый тридцатилетний период среднее стандартное отклонение доходности рынка акций составило 3,93 – самое высокое значение среди всех классов активов. (Стандартное отклонение – мера вариации портфеля, показывающая уровень риска. Чем выше стандартное отклонение, тем выше риск.) Второе место занял индекс CRB со значением 2,83. Государственные и корпоративные облигации продемонстрировали наименьшую относительную степень риска: их стандартное отклонение составило соответственно 2,44 и 2,42. Как это ни парадоксально, оказалось, что портфели акций, включенных в индекс S&P 500, обладают более высоким риском, чем *безрычаговый* портфель товаров, составляющих индекс CRB.

Другие данные, приведенные в цитируемом исследовании, доказывают потенциальную роль товарных рынков как эффективного инструмента диверсификации и защиты от инфляции. На протяжении всех 30 лет была отмечена отрицательная корреляция индекса CRB с государственными и корпоративными облигациями: соответственно $-0,1237$ и $-0,1206$, а также незначительная положительная корреля-

ТАБЛИЦА 12.1

Годовой доход по облигациям, акциям и товарам (на 100 долл. инвестиций в каждый класс за каждый период).

	Гос. облигации	Корп. облигации	Акции США	Индекс CRB
1960—1988	442,52	580,21	1428,41	1175,26
1965—1988	423,21	481,04	766,78	974,70
1970—1988	423,58	452,70	650,69	787,97
1975—1988	314,16	338,23	555,69	336,47
1980—1988	288,87	300,58	289,27	153,68
1985—1988	132,79	132,32	145,62	128,13

ция (0,0156) с индексом S&P 500. Слабая отрицательная корреляция с облигациями и близкая к нулю положительная корреляция с акциями – еще один довод в пользу того, что товарные рынки являются превосходным средством диверсификации портфельного риска.

Сравнение индекса CRB с тремя наиболее распространенными показателями инфляции – индексом потребительских цен, индексом цен производства и дефлятором ВВП – за тридцатилетний период показывает наличие сильной корреляции между товарными ценами и указанными показателями инфляции, причем корреляция во всех случаях превышала 90%. Столь сильная положительная корреляция между индексом CRB и тремя популярными показателями инфляции – еще одно подтверждение эффективности товарных рынков как средства защиты от инфляции.

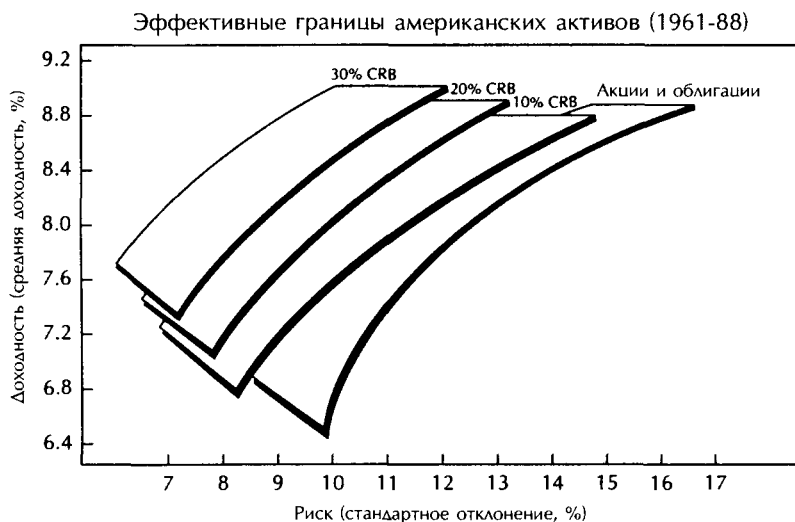
СДВИГ ЭФФЕКТИВНОЙ ГРАНИЦЫ

Эффективная граница – это кривая на графике, где риск портфеля (стандартное отклонение) откладывается по горизонтальной оси, а ожидаемая доходность – по вертикальной. Эффективная граница направлена вверх и вправо, что отражает увеличение риска при росте доходности. Фирма Powers Research сначала разработала набор оптимизированных портфелей с использованием только акций и облигаций. Построение эффективной границы производилось через определение максимальной ожидаемой доходности для каждого уровня риска. После создания оптимальных портфелей с использованием только акций и облигаций, аналогичная задача была решена для портфелей, включающих товарные фьючерсы в трех разных пропорциях. В результате получилось четыре портфеля: один без товаров и еще три с содержанием 10%, 20% и 30% товарных активов. Рисунок 12.11 демонстрирует результаты включения в портфель товаров в указанных соотношениях.

На рисунке 12.11 показаны четыре кривые. Крайняя правая – это эффективная граница для портфеля, состоящего только из акций и облигаций. Вторая справа соответствует портфелю, в котором доля индекса CRB составляет 10%. Третья кривая представляет эффективную границу для портфеля с 20% товарных активов, а крайняя левая – для портфеля, в котором доля индекса CRB равна 30%. Из рисунка видно, что при увеличении доли товарных активов эффективная граница сдвигается вверх и влево, то есть добавление товарной корзины к активам портфеля снижает риск для данного уровня доходности. В докладе также содержатся статистические данные об изменениях показателя доходность/риск при включении в портфель из акций и облигаций товарных активов. Цитируем страницу 8 доклада:

РИСУНОК 12.11

Эффективные границы четырех различных портфелей. Крайняя правая кривая – граница портфеля из акций и облигаций. Кривые сдвигаются вверх и влево по мере добавления товарных фьючерсов в пропорциях 10%, 20% и 30%. На горизонтальной оси откладывается риск портфеля (стандартное отклонение), а на вертикальной – ожидаемая доходность. (Источник: «Товарные фьючерсы как класс активов», подготовлено Powers Research Associates, L.P., опубликовано Нью-йоркской фьючерсной биржей, январь 1990)



Reproduced with permission of the New York Futures Exchange.

«Добавление товарных фьючерсов к портфелю во всех случаях приводит к увеличению показателя доходность/риск, то есть снижает риск и повышает доходность. Этот показатель возрастает по мере роста доли товарных фьючерсов по сравнению с другими активами ... чем большее место в вашем портфеле занимают товарные фьючерсы (до 30%), тем больше ваши доходы».

РЕЗЮМЕ

В этой главе мы использовали анализ коэффициентов для более наглядного изучения зависимости между товарными рынками (индекс CRB) и рынками облигаций и акций. Анализ коэффициентов – эффективный технический инструмент, способствующий своевременному выявлению смены тенденций во взаимосвязях между данными рынками. Непосредственно к кривым коэффициента можно применять анализ линий тренда. Рост коэффициента CRB/облигации говорит о том, что товары предпочтительнее облигаций как объект для покупки. Падение коэффициента CRB/облигации требует открытия длинных позиций на рынке облигаций. Рост коэффициента CRB/облигации также служит медвежьим знаком для рынка акций. А повышение товарных цен оказывает неблагоприятное воздействие как на облигации, так и на акции. Коэффициент CRB/облигации обычно опережает развороты коэффициента CRB/S&P 500 и может использоваться как опережающий индикатор рынка акций.

Товары, входящие в индекс CRB, следует рассматривать как самостоятельный класс активов наряду с облигациями и акциями. Благодаря отрицательной корреляции товарных рынков с рынком облигаций и слабой корреляции с рынком акций, *безрычаговый* товарный портфель (в котором 10% занимают товарные фьючерсы и

90% казначейские векселя) может использоваться для диверсификации портфеля акций и облигаций. Риски, связанные с операциями на товарных рынках, являются результатом низкой маржи (около 10%) и возникающего вследствие этого большого рычага. Реальной альтернативой для управляющего портфелем может быть консервативный (безрычаговый) подход, позволяющий существенно снизить фьючерсные риски за счет размещения 90% неиспользуемых средств в казначейских векселях. Сильная корреляция индекса CRB с распространенными индикаторами инфляции доказывает эффективность товаров как средства защиты от инфляции.

Фьючерсные рынки, охватывающие товары, валюты, облигации и индексы акций, обеспечивают неограниченные возможности для размещения активов. Поскольку их доходность слабо коррелирует с доходностью рынков облигаций и акций, профессионально управляемые фьючерсные фонды являются полноценным инструментом диверсификации для управляющих портфелями. Существует два подхода к использованию фьючерсных рынков. Первый – это использование *профессионально управляемых фьючерсных счетов*, средства с которых инвестируются во все четыре сектора фьючерсных рынков: *товары, валюты, облигации и индексы акций*. В этом смысле портфель фьючерсов можно рассматривать как самостоятельную единицу (при этом *товары* являются лишь одной из его составляющих). При втором подходе *товарная* составляющая фьючерсных рынков рассматривается как отдельный класс активов, и в торговле используется метод корзины из 21 вида товаров, включенных в индекс CRB.

Межрыночный анализ и экономический цикл

Последние два столетия американская экономика развивалась циклично, попеременно переживая взлеты и падения. Некоторые из этих циклов носили весьма драматичный характер (например, Великая депрессия тридцатых годов или безудержная инфляционная спираль семидесятых), а иногда их влияние было настолько незначительным, что они проходили почти незаметно. Большинство циклов по степени выраженности находится между этими двумя экстремумами и образует устойчивую модель экономического, или делового, цикла со средней продолжительностью в четыре года. Примерно каждые четыре года экономика переживает подъем, за которым неизбежно следует замедление темпов роста или спад.

Фаза замедления темпов роста часто переходит в фазу рецессии, характеризующуюся отрицательным экономическим ростом. Рецессия, или спад, неизменно сменяется очередным экономическим подъемом. Если подъем затягивается (как это было в течение 8 лет, начиная с 1982 года), а спада не происходит, темпы экономического роста на какой-то период замедляются. Это позволяет экономике «перевести дыхание» перед началом нового подъема. С 1948 года американская экономика пережила восемь спадов (последний продолжался с июля 1981 по ноябрь 1982 года). В общей сложности длительность периодов подъема составила 45 месяцев, а периодов спада – 11 месяцев.

Экономические циклы оказывают существенное влияние на финансовые рынки. Периоды спада и подъема являются экономической основой, объясняющей взаимозависимость между рынками облигаций, акций и товаров. Кроме того, цикличность развития экономики позволяет объяснить хронологическую последовательность изменений в этих трех секторах. Интерес трейдера к деловым циклам связан не с потребностью в экономических прогнозах, а с необходимостью более четкого понимания механизма взаимодействий между этими тремя рыночными секторами.

Например, на ранней стадии нового подъема (пока фаза спада еще продолжается) цены на облигации начинают расти раньше, чем цены на акции и товары. В конце фазы подъема последними обычно поворачивают вниз товарные рынки. Знание основ цикличности экономики проливает свет на механизм межрыночных связей и дает экономическое подтверждение результатам анализа ценовых графиков. С другой стороны, посредством межрыночного анализа несложно определить текущую стадию экономического цикла, хотя это отнюдь не является его первоочередной задачей.

Понимание экономического цикла (в сочетании с межрыночным анализом рынков облигаций, акций и товаров) очень важно с точки зрения процесса *размещения активов*, о чем уже говорилось в главе 12. В различных фазах цикла предпочтение отдается различным классам активов. Начало экономического подъема благоприятствует финансовым активам (облигациям и акциям), а его завершающая стадия – товарам (или другим средствам защиты от инфляции, таким как акции золотодобывающих и нефтяных компаний). Периоды экономического подъема благоприятны для акций, а периоды спада – для облигаций.

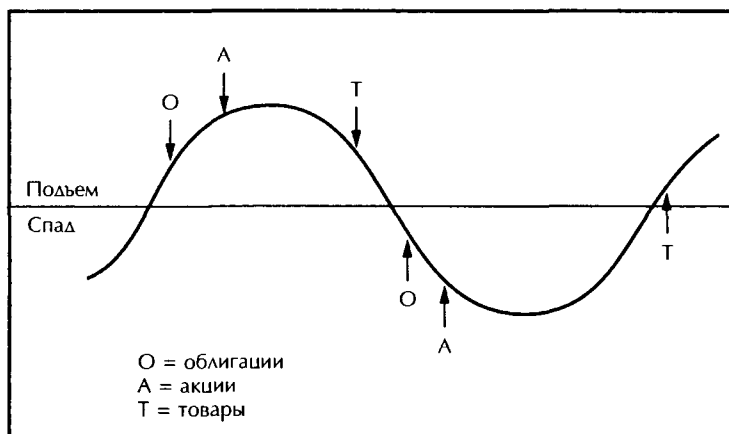
В этой главе на примере экономического цикла мы опишем обычную хронологическую последовательность изменений на рынках облигаций, акций и товаров. Хотя товарный сектор по-прежнему будет представлен индексом CRB, мы рассмотрим возможности применения более «промышленных» товарных индексов, таких как индекс спотовых цен на промышленное сырье и индекс Journal of Commerce. Мы также проанализируем роль одного из наиболее «отслеживаемых» промышленных товаров – меди – в экономическом прогнозировании и его потенциальную связь с рынком акций. Поскольку многие финансовые менеджеры рассматривают золото в качестве основного представителя товарного сектора, будут показаны роль и место желтого металла в общей картине межрыночных связей. Мы также обсудим значимость рынка облигаций как опережающего индикатора экономики, ввиду его ключевой роли в экономическом цикле и процессе межрыночной ротации.

ХРОНОЛОГИЧЕСКАЯ ПОСЛЕДОВАТЕЛЬНОСТЬ ИЗМЕНЕНИЙ НА РЫНКАХ ОБЛИГАЦИЙ, АКЦИЙ И ТОВАРОВ

На рисунке 13.1 (публикуется с разрешения *Asset Allocation Review*, Мартин Дж. Принг, Международный институт экономических исследований, P.O. Box 329, Washington Depot, CT 06794) представлена идеализированная диаграмма взаимодействия трех рыночных секторов в рамках типичного делового цикла. Кривая отображает развитие экономики в периоды подъема и спада. Повышающиеся участки кривой соответствуют подъему экономики, а понижающиеся – спаду. Горизонтальная линия

РИСУНОК 13.1

Идеализированная диаграмма взаимодействия рынков облигаций, акций и товаров в рамках типичного экономического цикла. (Источник: *Asset Allocation Review*, М.Принг, Международный институт экономических исследований, P.O. Box 329, Washington Depot, CT 06794.)



представляет уровень равновесия, разделяющий положительный и отрицательный рост экономики. Когда кривая находится выше горизонтальной линии, но понижается, происходит замедление экономического развития. Если она опускается ниже горизонтальной линии – экономика вступает в фазу спада. Стрелки указывают направление движения трех рынков: облигаций, акций и товаров.

Из диаграммы следует, что по мере приближения подъема к заключительной стадии первым поворачивает вниз рынок облигаций. Это обусловлено ростом инфляционного давления и соответствующим увеличением процентных ставок. Спустя некоторое время повышение процентных ставок начинает оказывать медвежье давление на рынок акций, и он также поворачивает вниз. Поскольку инфляционное давление достигает пика в самом конце фазы подъема, товарные рынки поворачивают вниз в последнюю очередь. Обычно к этому времени экономика уже вступила в фазу замедления темпов роста и находится на грани спада. В связи с замедлением экономического роста снижается потребность в товарах и деньгах, инфляционное давление ослабевает, цены на товары начинают падать (обычно в первую очередь цены на золото). С этого момента все три рынка движутся вниз.

По мере снижения процентных ставок (обычно на ранней стадии спада) начинает повышаться рынок облигаций. В пределах нескольких месяцев (обычно в начале второй половины спада) поворачивает вверх рынок акций. Довольно долго после этого рынки облигаций и акций растут, а товарные продолжают падать. Повышение последних (в первую очередь рынка золота) начинается лишь после вступления экономики в фазу подъема, сопровождающегося нарастанием инфляционного давления. С этого момента все три рынка движутся вверх. Очевидно, что первую скрипку в этой троице играет рынок облигаций.

Как правило, рынок облигаций поворачивает вниз в средней стадии подъема, а вверх – в средней стадии спада. Пик рынка облигаций на фоне подъема экономики служит сигналом перехода от состояния нормального безинфляционного роста к фазе «нездорового» роста, сопровождающегося усилением инфляции. В этот период обычно начинается ускоренное повышение товарных рынков, а подъем рынка акций доживает последние дни.

РЫНОК ЗОЛОТА ОПЕРЕЖАЕТ ОСТАЛЬНЫЕ ТОВАРНЫЕ РЫНКИ

Хотя золото часто рассматривается в качестве основного представителя товарных рынков, следует помнить, что *вершины и основания на рынке золота образуются раньше, чем на других товарных рынках*. Роль золота как опережающего индикатора индекса CRB уже обсуждалась в главе 7. На ранних стадиях экономического подъема вполне возможно одновременное повышение рынков облигаций, акций и золота. Именно такая картина наблюдалась в 1982, и вновь в 1985 году. В 1984 году рост рынков облигаций и акций остановился. На рынке золота задолго до этого – после пика в начале 1983 года – возобновилась долгосрочная нисходящая тенденция. В июле 1984 года рынок облигаций повернул вверх, а спустя месяц за ним последовал рынок акций. Цены на золото упали до низшей точки в феврале 1985 года, примерно через шесть месяцев. В течение последующих 12 месяцев (до весны 1986 года) *все три рынка одновременно повышались*. А индекс CRB достиг минимума только летом 1986 года.

Это различие в динамике цен на золото и остальные товары в значительной степени проясняет механизм взаимосвязи между товарными рынками и рынком облигаций. В предшествующих главах много говорилось об обратной зависимости между индексом CRB и рынком облигаций. Так, пик рынка облигаций в середине 1986 года совпал с минимумом индекса CRB, а бычий прорыв индекса CRB весной 1987 года стал одной из причин обвального падения рынка облигаций. Повышение же рынка золота может проходить одновременно с повышением рынка облигаций, однако такая ситуация является ранним предупреждением об усилении инфляцион-

ного давления. *Рост индекса CRB обычно означает конец восходящей тенденции на рынке облигаций.* И, наоборот, падение индекса CRB на ранней стадии экономического спада (или замедления экономического роста) обычно совпадает с бычьим разворотом рынка облигаций. Таким образом, одновременное повышение или понижение всех трех групп в течение длительного времени маловероятно, если вместо рынка золота использовать индекс CRB.

КОГДА ПОВОРАЧИВАЮТ ТОВАРНЫЕ РЫНКИ – ПЕРВЫМИ ИЛИ ПОСЛЕДНИМИ?

Из диаграммы 13.1 следует, что первым поворачивает вниз рынок облигаций, затем рынок акций и в последнюю очередь товарные рынки. Когда экономический спад приближается к низшей точке, первым начинает повышаться рынок облигаций, за ним следует рынок акций, и последними поворачивают вверх товарные рынки. На самом деле установить очередность разворотов сложно, поскольку движение всех трех рынков представляет собой замкнутый цикл. Рынок облигаций поворачивает вверх *после того, как началось падение товарных рынков.* И, наоборот, *начало подъема товарных рынков предшествует медвежьему развороту рынка облигаций.* С этой точки зрения, товарные рынки разворачиваются *первыми*, а не *последними*. Рынок акций достиг важного пика в 1987 году. На рынке облигаций пик образовался в 1986 году. Повышение рынка золота началось в 1985, а индекса CRB – в 1986 году. Можно утверждать, что рост цен на золото (и индекса CRB) сигнализировал о возобновлении инфляции, способствовавшей образованию пика на рынке облигаций, что в свою очередь вызвало пик рынка акций. Таким образом, все зависит от выбора точки отсчета.

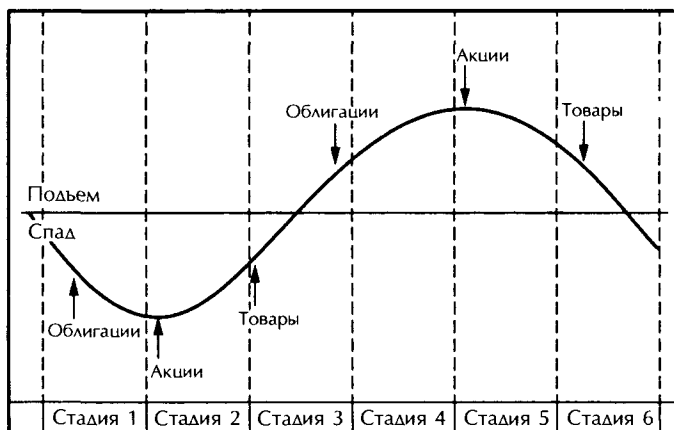
ШЕСТЬ СТАДИЙ ЭКОНОМИЧЕСКОГО ЦИКЛА

В бюллетене *Asset Allocation Review* Мартин Принг делит экономический цикл на шесть стадий (рис. 13.2). Первая стадия соответствует началу фазы спада, а шестая – завершению фазы подъема. Каждая стадия характеризуется сменой тенденции одного из трех классов активов: облигаций, акций или товаров. Заключение Принга сведены в следующую таблицу:

Стадия 1 ... Рынок облигаций поворачивает вверх	(рынки акций и товаров падают)
Стадия 2 ... Рынок акций поворачивает вверх	(рынок облигаций растет, товарные рынки падают)
Стадия 3 ... Товарные рынки поворачивают вверх	(все три рынка растут)
Стадия 4 ... Рынок облигаций поворачивает вниз	(рынки акций и товаров растут)
Стадия 5 ... Рынок акций поворачивает вниз	(рынок облигаций падает, товарные рынки растут)
Стадия 6 ... Товарные рынки поворачивают вниз	(все три рынка падают)

РИСУНОК 13.2

Шесть стадий полного экономического цикла. Каждая стадия характеризуется сменой тенденции одного из трех секторов: облигаций, акций и товаров. (Источник: *Asset Allocation Review*, М.Принг.)



Выводы из указанной последовательности применительно к процессу размещения активов кажутся вполне очевидными. По мере снижения инфляции и процентных ставок в период спада (стадия 1) следует вкладывать средства в облигации (или в акции, чувствительные к процентным ставкам). После того, как рынок облигаций повернул вверх и последствия спада начали в полную силу сказываться на экономике (стадия 2), привлекательными становятся акции. В начале нового экономического подъема (стадия 3) в качестве эффективного средства ранней защиты от инфляции могут служить золото и связанные с ним активы. По мере усиления инфляционного давления, роста товарных цен и процентных ставок (стадия 4) предпочтение следует отдавать товарам или другим инструментам страхования от инфляции. Вложения в облигации и акции, чувствительные к процентным ставкам, в этот период неэффективны. С завершением подъема рынка акций (стадия 5) следует переводить активы на товарные рынки или в такие инструменты защиты от инфляции, как акции золотодобывающих и нефтяных компаний. В условиях снижения всех трех групп активов (стадия 6) деньги лучше хранить в банке (или в чулке).

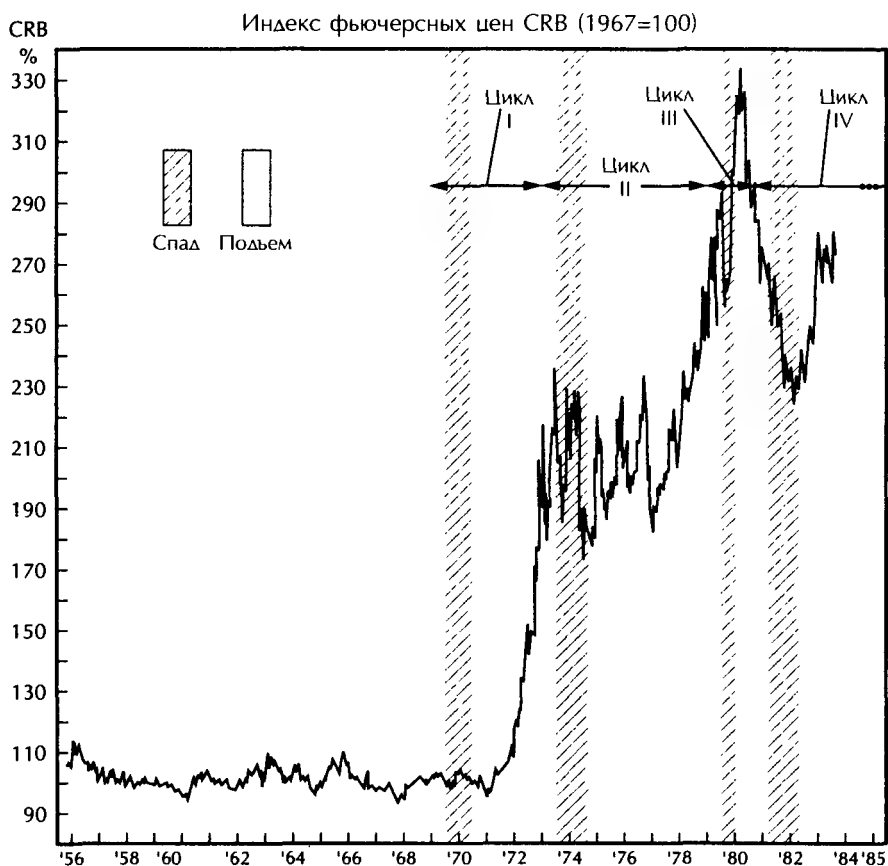
Следует иметь в виду, что динамика рынков облигаций, акций и товаров не *всегда* в точности подчиняется этой хронологической последовательности. На практике все сложнее, и возможны случаи нарушения описанной очередности разворотов. Диаграмма представляет *идеальную* последовательность – общее правило, допускающее исключения. Если последовательность соблюдается, то аналитик знает, чего ожидать дальше. Нарушение же рынками этой идеальной последовательности предупреждает аналитика о том, что что-то не так и следует быть предельно внимательным. Приведенная схема не всегда дает точное представление о происходящем на рынках, но она объясняет, что там *должно* происходить. На рисунке 13.3 показана динамика товарных цен во время четырех экономических спадов в период с 1970 по 1982 год.

РОЛЬ ОБЛИГАЦИЙ В ЭКОНОМИЧЕСКОМ ПРОГНОЗИРОВАНИИ

Рынок облигаций играет ключевую роль в межрыночном анализе, как связующее звено между рынками товаров и акций. По изменению процентных ставок можно

РИСУНОК 13.3

Месячный график индекса фьючерсных цен CRB во время последних четырех экономических спадов (заштрихованные области). В период спада товарные рынки обычно слабеют и начинают восстанавливаться после его окончания. Пик индекса CRB в 1980 году образовался после окончания экономического спада 1980 года, но до начала спада 1981—82 годов. (Источник: *Commodity Year Book*, Бюро по исследованию товарных рынков.)



судить о темпах инфляции и перспективах рынка акций. Направление движения процентных ставок также позволяет определить текущую фазу делового цикла и отражает общее состояние экономики. На завершающей стадии экономического подъема возрастает потребность в деньгах, что приводит к росту процентных ставок. Центральные банки используют повышение процентных ставок как рычаг для обуздания инфляции, которая в этот период обычно начинает расти ускоренными темпами.

В какой-то момент резкий рост процентных ставок начинает сдерживать подъем экономики и становится главной причиной спада. *Сигналом скорого окончания подъема обычно является значительный пик рынка облигаций.* Это первое предупреждение о том, что экономика вступила в опасную стадию, характеризующуюся высокой инфляцией. Такой сигнал обычно возникает в середине фазы подъема. После пика на рынке облигаций повышение цен на акции и товары еще некоторое время может продолжаться, но инвесторам на рынке акций следует быть начеку. То же самое касается и экономистов.

В период экономического спада снижается потребность в деньгах и ослабевает инфляционное давление. Процентные ставки начинают падать вместе с ценами на товары, в результате чего рынок облигаций поворачивает вверх. Обычно это происходит на начальной стадии спада (или замедления экономического роста). Понижение цен на акции и товары еще некоторое время может продолжаться, но инвесторы на рынке акций уже получили предупреждение о том, что скоро можно будет приступить к покупке акций. Для экономистов это ранний признак предстоящего завершения экономического спада. Таким образом, рынок облигаций выполняет две функции, которые иногда трудно отделить друг от друга. С одной стороны, он служит опережающим индикатором рынка акций (и товарных рынков), с другой – опережающим индикатором экономики.

На протяжении многих десятилетий рынок облигаций зарекомендовал себя как надежный опережающий индикатор экономики, хотя периоды опережения иногда достигали очень большой длительности. Джеффри Мур, один из ведущих специалистов по экономическим циклам, в книге «Опережающие индикаторы 90-х» (Dow Jones-Irwin, 1990) подробно описал историю взаимосвязи между экономическими циклами и динамикой рынка облигаций, доказав эффективность последнего как индикатора экономики с длительным сроком опережения. *С 1948 года экономика США прошла через восемь циклов. Индекс 20 облигаций Доу-Джонса опережал пики всех восьми циклов в среднем на 27 месяцев. Средний период опережения в нижних экстремумах оказался короче – 7 месяцев. Таким образом, с 1948 года цены облигаций опережали каждый разворот экономического цикла в среднем на 17 месяцев.*

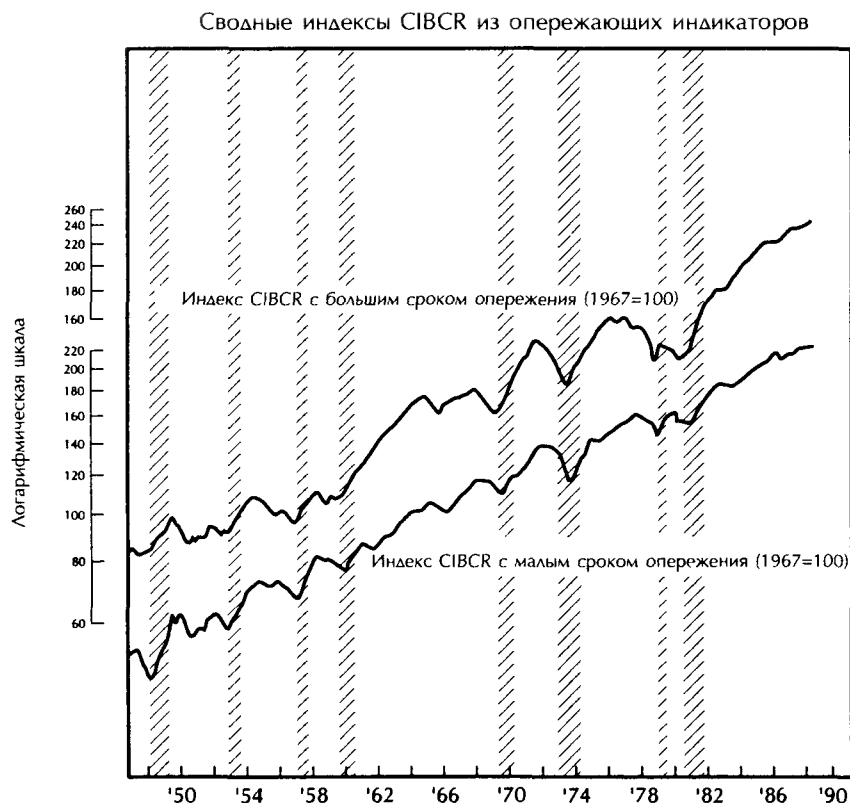
ИНДЕКСЫ С БОЛЬШИМИ И МАЛЫМИ СРОКАМИ ОПЕРЕЖЕНИЯ

Д-р Мур, глава Центра по исследованию международных экономических циклов (CIBCR) при Колумбийском университете в Нью-Йорке рекомендует использовать цены на облигации как составную часть «индекса с большим сроком опережения», способного предупреждать о пиках и впадинах экономического цикла намного раньше 11 опережающих индикаторов, использующихся в настоящий момент и ежемесячно публикуемых Министерством торговли США в *Business Conditions Digest*. Этот индекс с длительным сроком опережения, составленный из четырех индикаторов (индекса 20 облигаций Доу-Джонса, отношения цены к затратам на единицу рабочей силы в обрабатывающей промышленности, количества новых разрешений на жилищное строительство, денежного агрегата M2), опережал развороты экономических циклов в среднем на 11 месяцев.

Д-р Мур также предложил новый индекс с коротким сроком опережения, состоящий из 11 индикаторов. Этот индекс опережал развороты экономических циклов в среднем на 5 месяцев, что на один месяц меньше периода опережения общепринятого опережающего индекса. (На рисунке 13.4 показана динамика индексов CIBCR с большим и малым сроками опережения во время восьми экономических спадов с 1948 года.) Д-р Мур рекомендует увеличить число опережающих индикаторов с 11 до 15 и использовать его индексы с большим и малым сроками опережения вместо общепринятого индекса из 11 индикаторов. И общепринятый опережающий индекс, и индекс Мура с малым сроком опережения включают два компонента, представляющие особый интерес для аналитика: цены на акции и товары.

РИСУНОК 13.4

Индексы с большим и малым сроками опережения, разработанные Джеффри Муром и Центром по исследованию международных экономических циклов (CIBCR) при Колумбийском университете. Цены на облигации (индекс облигаций Доу-Джонса) являются составной частью индекса с большим сроком опережения, а цены на акции (индекс S&P 500) и товары (индекс *Journal of Commerce*) – частью индекса с малым сроком опережения. (Источник: *Business Conditions Digest*, Министерство торговли США, Бюро экономического анализа, февраль 1990.) Периоды спада отмечены заштрихованными областями.



ЦЕНЫ НА АКЦИИ И ТОВАРЫ КАК ОПЕРЕЖАЮЩИЕ ИНДИКАТОРЫ

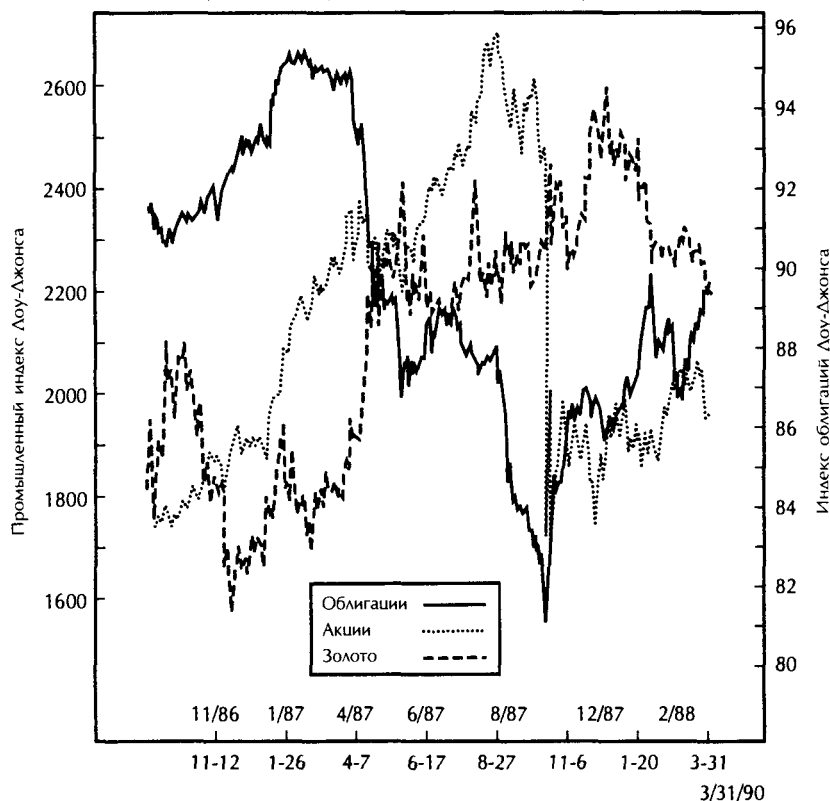
Рынки акций и товаров также можно считать опережающими индикаторами экономического цикла, хотя период опережения у них значительно короче, чем у рынка облигаций. Исследование д-ра Мура (проведенное совместно с Виктором Зарновицем и Джоном Каллито), результаты которого были опубликованы в уже цитировавшейся работе «Опережающие индикаторы 90-х», установило длительность периодов опережения и отставания для каждого сектора – облигаций, акций и товаров – относительно динамики экономического цикла. Эти данные полностью подтверждают последовательность изменений трех секторов, представленную на рисунке 13.1.

В течение восьми экономических циклов с 1948 года индекс S&P 500 опережал их пики и впадины в среднем на семь месяцев: на девять месяцев в верхних экстремумах и на пять – в нижних. Товарные цены (представленные индексом *Journal of Commerce*) опережали развороты экономических циклов в среднем на

РИСУНОК 13.5

Сравнение индекса облигаций Доу-Джонса, промышленного индекса Доу-Джонса и цен на золото в течение 1987 года. Пики на всех трех рынках возникли в этом году в правильной последовательности: сначала на рынке облигаций (весной), затем на рынке акций (летом) и, наконец, на рынке золота (в декабре). Цены на золото могут некоторое время расти вместе с ценами облигаций и акций, но это служит ранним признаком возобновляющегося инфляционного давления.

Индекс облигаций Доу-Джонса, промышленный индекс Доу-Джонса и цены на золото



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

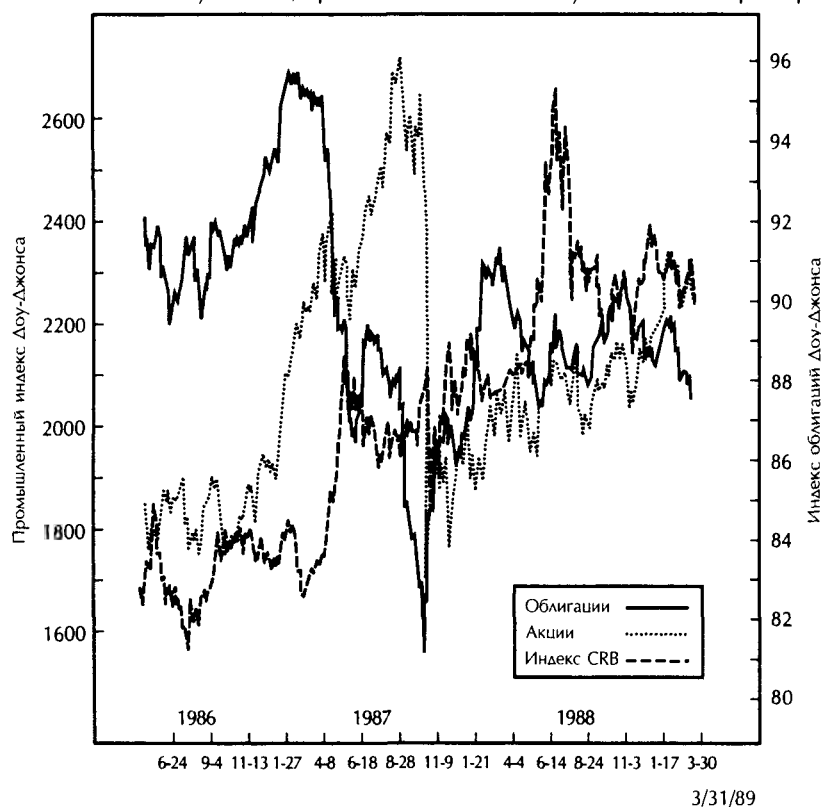
шесть месяцев, при этом формирование пиков шло с опережением на восемь месяцев, а впадин – на два месяца. Эти цифры позволяют сделать несколько выводов.

Один состоит в возможности использования технического анализа рынков облигаций, акций и товаров в экономическом прогнозировании. Другой – в подтверждении циклического характера динамики трех рынков, отраженного на рисунке 13.1. Сначала разворот происходит на рынке облигаций (период опережения 17 месяцев), затем на рынке акций (период опережения 7 месяцев) и в последнюю очередь – на товарных рынках (период опережения 6 месяцев). Эта очередность соблюдается как при бычьих, так и при медвежьих разворотах. Все три рынка образуют пики с существенно большим опережением, чем впадины. Так, период опережения при образовании пиков на рынке облигаций составляет в среднем 27 месяцев, а впадины на товарных рынках формируются с опережением всего на два месяца (в среднем). В случае товарных рынков длительность периода опережения может варьироваться в зависимости от выбора конкретного рынка или индекса. Д-р Мур предпочитает индекс Journal of Commerce, в создании которого он принимал уча-

РИСУНОК 13.6

Сравнение индекса облигаций Доу-Джонса, промышленного индекса Доу-Джонса и индекса фьючерсных цен CRB в 1987 и 1988 годах. Три пика на графиках образовались в нормальной циклической последовательности: сначала на рынке облигаций, затем на рынке акций и, наконец, на товарных рынках. Хотя индекс CRB достиг пика только в середине 1988 года, рынок золота повернул вниз на шесть месяцев раньше, сыграв в очередной раз свою обычную роль опережающего индикатора товарных рынков.

Индекс облигаций Доу-Джонса, промышленный индекс Доу-Джонса и товарные рынки



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

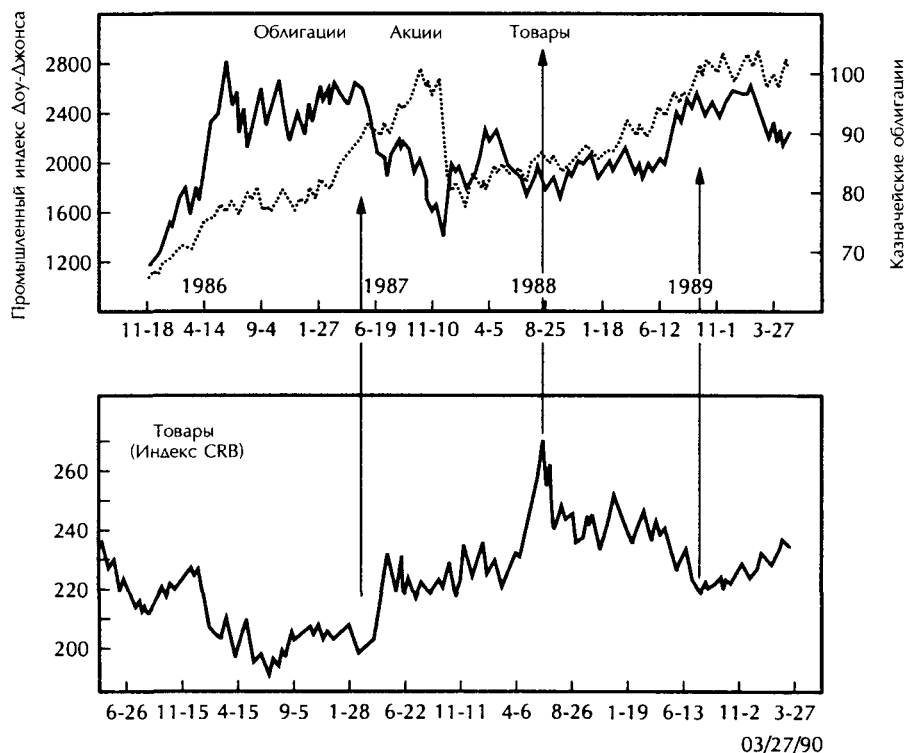
стие. (Рисунки 13.5—13.8 демонстрируют циклический характер динамики рынков облигаций, акций и товаров в период с 1986 по начало 1990 года.)

В главе 7 были рассмотрены различные товарные индексы, в том числе индекс фьючерсных цен CRB, индекс спотовых цен CRB, индекс спотовых цен CRB на промышленное сырье, индекс спотовых цен CRB на продукты питания и индекс Journal of Commerce, учитывающий цены 18 основных видов промышленного сырья. Читатели, незнакомые со структурой этих индексов, могут вернуться к главе 7, где также сравниваются их достоинства и недостатки. Д-р Мур и некоторые другие экономисты отдают предпочтение индексам, которые включают только цены на *промышленное сырье*, считая, что они точнее отражают инфляционные процессы и более чутко реагируют на изменения в экономике.

Мартин Принг, автор упоминавшегося выше бюллетеня *Asset Allocation Review*, предпочитает пользоваться индексом спотовых цен CRB на промышленное сырье. М.Принг и многие другие экономисты полагают, что индекс фьючерсных цен CRB, включающий наряду с ценами на *промышленное сырье* цены на *продукты пита-*

РИСУНОК 13.7

В верхней части рисунка сравниваются фьючерсные цены на казначейские облигации и промышленный индекс Доу-Джонса с 1986 по первый квартал 1990 года включительно. На нижнем графике представлена динамика индекса CRB за тот же период. Повышение индекса CRB в начале 1987 года совпало с пиком на рынке облигаций, за которым последовал пик на рынке акций. Пик на товарных рынках в середине 1988 года способствовал новому повышению финансовых рынков. Подъем товарных рынков в конце 1989 года привел к ослаблению рынков облигаций и акций. Обратите внимание на последовательность пиков: 1986 (облигации), 1987 (акции) и 1988 (товары).

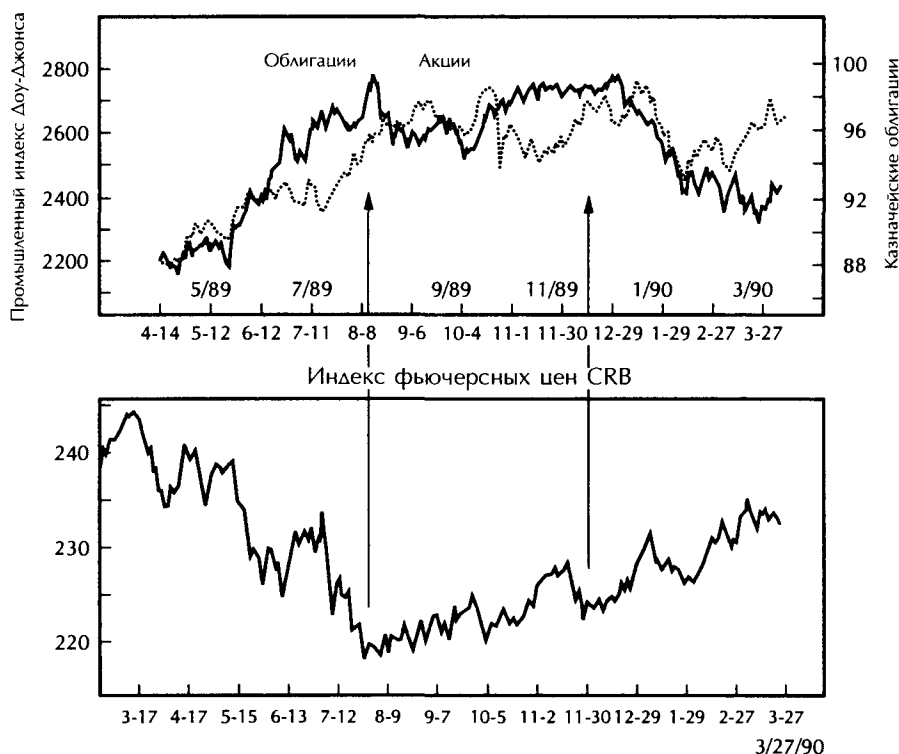


Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

ния, подвержен влиянию не столько экономических факторов, сколько погодных условий. Лично я отдаю предпочтение индексу фьючерсных цен CRB, так как цены на продукты питания, на мой взгляд, являются неотъемлемой частью инфляционной картины, и их нельзя игнорировать. Пусть читатель решает сам, каким из множества товарных индексов пользоваться. Поскольку ни один из них не совершенен, возможно, самое разумное решение – отслеживать сразу все.

РИСУНОК 13.8

В верхней части рисунка сравниваются фьючерсные цены на казначейские облигации и промышленный индекс Доу-Джонса в течение второй половины 1989 и первого квартала 1990 года. На нижнем графике представлена динамика индекса фьючерсных цен CRB за тот же период. Здесь четко прослеживается нормальная циклическая последовательность изменений трех рынков. Подъем товарных рынков летом 1989 года стал одной из причин медвежьего разворота рынка облигаций, вызвавшего через некоторое время понижение рынка акций.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

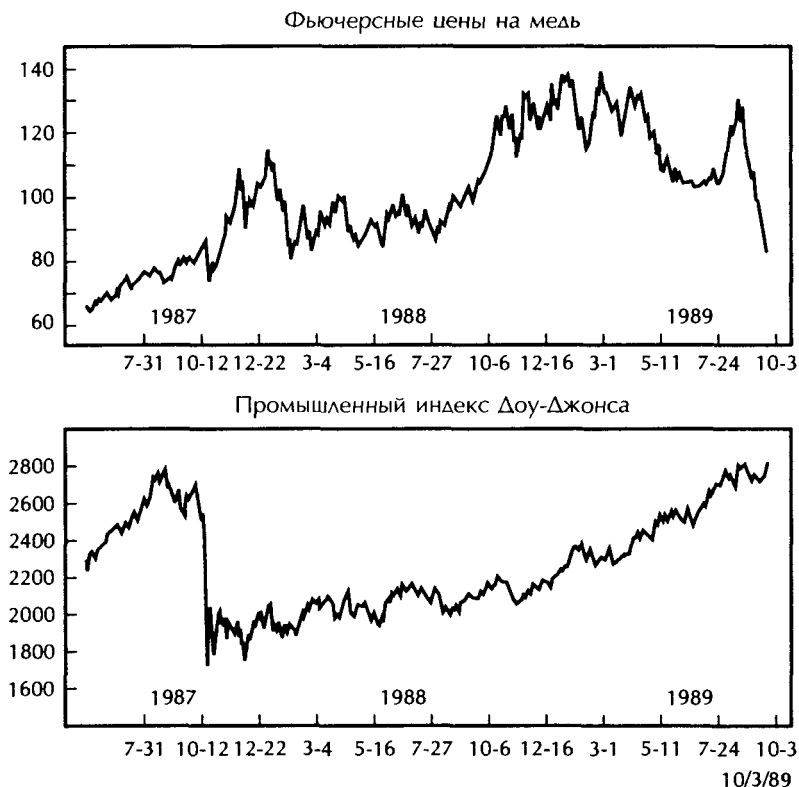
МЕДЬ КАК ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ИНДИКАТОР

Медь — это один из важнейших промышленных товаров. Значимость меди подчеркивается ее неизменным включением во все основные товарные индексы. Такой чести удостоен не каждый товар: ни один драгоценный металл не включен в индекс Journal of Commerce или индекс спотовых цен на промышленное сырье. Сырая нефть входит в индекс Journal of Commerce, но не включена в индекс цен на промышленное сырье. Еще одним промышленным товаром, входящим во все основные товарные индексы, является хлопок. (Все вышеупомянутые товары включены в индекс фьючерсных цен CRB.)

Медь широко используется в автомобилестроении, жилищном строительстве и электронике, поэтому по динамике рынка меди можно составить весьма полное представление о положении дел в экономике. В периоды экономического роста спрос со стороны упомянутых отраслей поддерживает твердые цены на медь. В условиях ослабления экономики спрос на медь снижается, и цены начинают падать. Во время последних четырех экономических циклов с 1970 года их пики и впадины в точности совпадали с пиками и впадинами на рынке меди.

РИСУНОК 13.9

Сравнение фьючерсных цен на медь (верхний график) и промышленного индекса Доу-Джонса (нижний график) с 1987 по четвертый квартал 1989 года. Рынок меди повернул вниз после рынка акций в конце 1987 года, затем на обоих рынках возобновились восходящие тенденции. Обвальное падение цен на медь в 1989 году вызвало опасения о приближении экономического спада, что начало оказывать медвежье воздействие на рынок акций. Рынок меди зарекомендовал себя как надежный барометр состояния экономики.

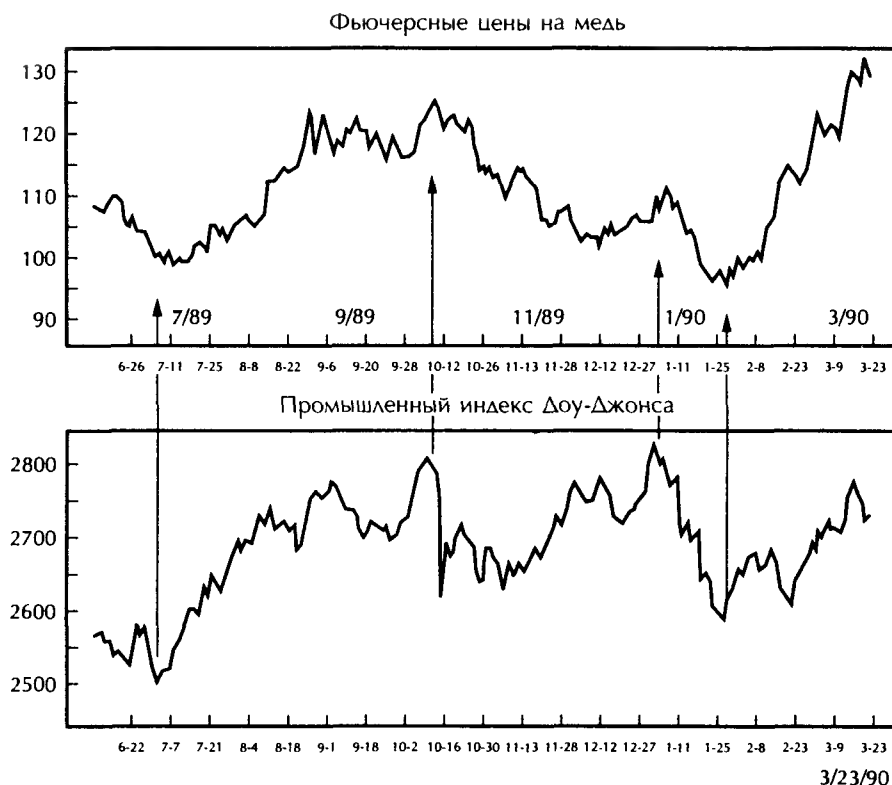


Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

Цены на медь достигли важного максимума в конце 1988 года и затем стремительно падали в течение почти всего 1989 года (рис. 13.9). Слабость фьючерсных цен на медь свидетельствовала о замедлении экономического роста и порождала опасения о возможности спада. Однако в начале 1990 года цены на медь стабилизировались и начали быстро расти. Многие аналитики при этом облегчено вздохнули, расценив повышение цен на медь (и другие промышленные товары) как признак того, что экономике удалось «проскочить» фазу спада (рис. 13.10).

РИСУНОК 13.10

Сравнение фьючерсных цен на медь и промышленного индекса Доу-Джонса с середины 1989 по март 1990 года. В течение этих девяти месяцев между обоими рынками наблюдалась сильная положительная корреляция, так как оба реагировали на спады и подъемы экономики. В октябре 1989 года оба рынка одновременно повернули вниз, а в первом квартале 1990 года – вверх.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

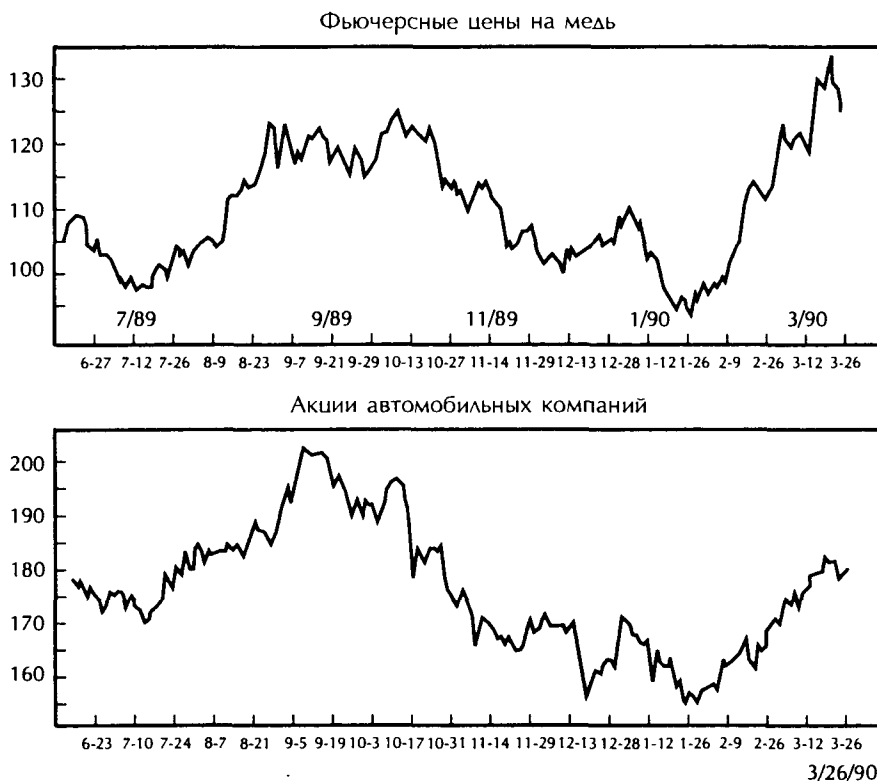
МЕДЬ И РЫНОК АКЦИЙ

В конце 1989 года в настроениях участников рынка акций царил пессимизм, связанный с ожиданием экономического спада. В течение девяти месяцев с июля 1989 по март 1990 года корреляция между рынком меди и рынком акций была необычно сильна (рис. 13.10). Казалось, что они как бы подпитывают друг друга. Обвал рынка акций в октябре 1989 года совпал с пиком на рынке меди. Мощному подъему рынка акций, начавшемуся в первых числах февраля 1990 года, предшествовал уверенный бычий разворот рынка меди неделей раньше. Хотя в краткосрочном плане корреляция между этими рынками обычно не так сильна, в отдельные периоды (как показано выше) их судьбы тесно переплетаются. Если рынок акций считается опережающим индикатором экономики, то рынку меди, пожалуй, лучше всего подходит определение синхронного индикатора. Развороты рынка акций обычно опережают развороты рынка меди. Однако оба рынка реагируют на изменения в экономике (или предвосхищают их) и потому тесно связаны между собой. (На рисунке 13.11 сравнивается динамика цен на медь и акции автомобильных компаний.)

Сила рынка меди говорит об устойчивости экономического подъема и оказывает благотворное воздействие на рынок акций. Падение цен на медь является при-

РИСУНОК 13.11

В течение девяти месяцев с середины 1989 по март 1990 года фьючерсные цены на медь (верхний график) также демонстрировали сильную корреляцию с ценами на акции автомобильных компаний (нижний график). Медь наиболее широко используется в автомобилестроении, поэтому эти два рынка тесно связаны между собой.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

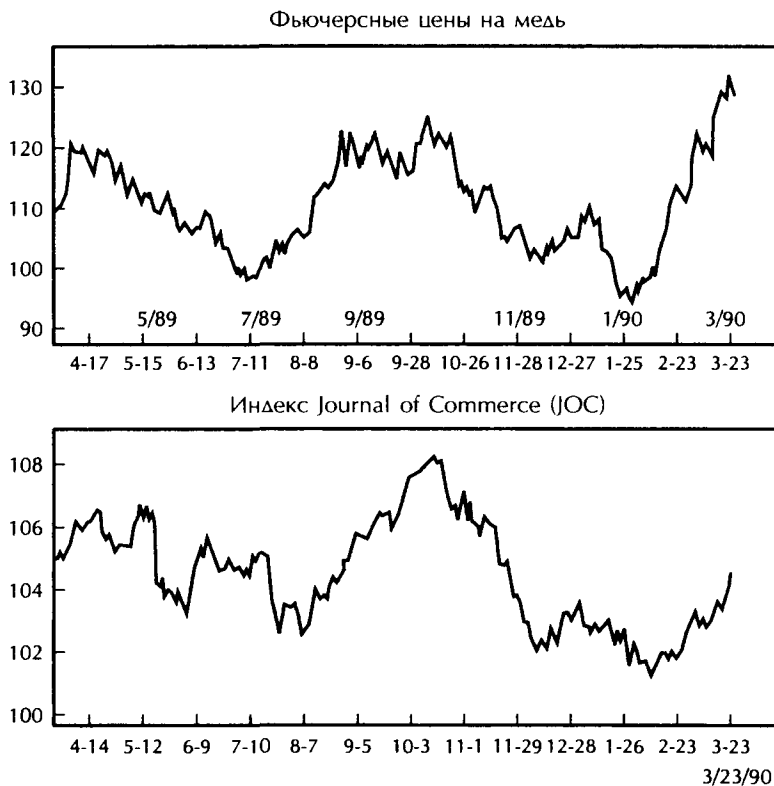
знаком замедления темпов роста (или спада) и отрицательно сказывается на рынке акций. Одно из преимуществ использования рынка меди в качестве барометра экономики состоит в том, что цены на медь ежедневно объявляются на Нью-Йоркской товарной бирже (и на Лондонской бирже металлов). Кроме того, рынок меди легко поддается техническому анализу. (На рисунке 13.12 показано падение цен на медь и другие промышленные товары в конце 1989 года и их последующий рост в начале 1990 года.)

РЕЗЮМЕ

Четырехлетний деловой цикл является экономической основой межрыночного анализа и объясняет хронологическую последовательность изменений ценовых тенденций рынков облигаций, акций и товаров. Пики и впадины на рынках этих трех классов активов, как правило, образуются по повторяющейся схеме: первым поворачивает рынок облигаций, затем рынок акций и в последнюю очередь – товарные рынки. Разворот рынка облигаций обычно вызывается разворотом товарных рынков в противоположном направлении. Цены на золото обычно опережают осталь-

РИСУНОК 13.12

Слабость рынка меди (верхний график) и индекса Journal of Commerce, включающего цены на 18 видов промышленного сырья (нижний график), в течение 1989 года вызывала беспокойство по поводу возможности экономического спада. Рост цен на промышленные товары в начале 1990 года был воспринят многими аналитиками как знак того, что время спада еще не пришло. Экономисты внимательно следят за динамикой цен на промышленное сырье.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

ные товарные цены, и по их динамике часто можно распознать первые признаки усиления инфляционного давления.

Детерминированное по времени взаимодействие трех секторов очень важно с точки зрения процесса размещения активов. Ранние стадии экономического подъема благоприятны для финансовых активов, а завершающие – для товаров или иных активов, способных защитить от инфляции. Облигации играют двоякую роль. С одной стороны, это опережающий индикатор рынков акций и товаров, с другой – индикатор экономики с большим сроком опережения. Рынок меди также отражает состояние экономики и часто вплотную следует за динамикой рынка акций.

Миф о «программной торговле»

В недавнем номере одной из ведущих нью-йоркских газет, вышедшем в пятницу утром, события предшествующего дня на финансовых рынках были охарактеризованы такими заголовками:

Фьючерсы на какао подскочили до семимесячных максимумов ...
Доллар резко упал ...
Обрушились цены на казначейские бумаги ...
Обвал на токийской фондовой бирже ...
Программные продажи «уронили» рынок акций; Доу потерял 15,99 пункта
(*New York Times*, 3/30/90)

Несмотря на то, что все четыре первых сообщения имели явно медвежий характер для американского рынка акций, журналисты объяснили слабость индекса Доу «программными продажами». На другой день в той же газете появились следующие два заголовка:

Цены на казначейские бумаги все еще падают
Прекратилось поступление программных заявок на покупку и Доу упал еще на 20,49 пункта
(*New York Times*, 3/31/90)

На этот раз виновником объявляются не программные продажи, а отсутствие программных покупок. Об истинной причине (падении казначейских бумаг) лишь вскользь говорится в пятом абзаце статьи, посвященной обзору рынка акций. Ранее на той же неделе две другие финансовые газеты так объяснили подъем рынка акций:

Программы вызвали повышение Доу на 29 пунктов
(*Investor's Daily*, 3/28/90)

В результате арбитражных покупок промышленный индекс Доу поднялся на 29,28 пункта
(*Wall Street Journal*, 3/28/90)

Подобным же образом освещаются в печати и международные рынки. В одной из газет двумя неделями раньше появилась статья о международных рынках акций под заголовком:

Акции в Токио сильно подешевели в результате арбитражных продаж иностранными брокерами...
(*Wall Street Journal*, 3/8/90)

В той же статье, назвавшей причиной падения рынка акций в Токио арбитражные продажи, объяснение роста цен на лондонском рынке акций начиналось со следующей фразы:

Британские акции слегка поднялись в цене на фоне вялой торговой активности благодаря программным покупкам, связанным с ростом фьючерсных цен на индекс FTSE, и бычьим рекомендациям консультантов ...
(*Wall Street Journal*, 3/8/90)

Читатели финансовых изданий не могут не заметить, как часто движения рынка акций связывают с «программной торговлей». Даже в рамках одной торговой сессии понижение цен утром может объясняться «программными продажами», а дневное повышение – «программными покупками». В конце концов «программная торговля» превращается в независимую сущность, живущую по своим законам, и рассматривается как движущая сила рынка. Легко понять недоумение читателя по поводу первоначальных движущих сил, существовавших до того как «программная торговля» поразила воображение финансовых обозревателей. После ознакомления с подобными печатными произведениями начинаешь верить, что «программная торговля» действительно является главной причиной изменений на рынке акций. *Миф* о «программной торговле» как движущей силе рынка будет подробно рассмотрен в данной главе. Мы попытаемся показать, что движения рынка, приписываемые «программной торговле», на деле являются проявлением конкретных межрыночных взаимосвязей.

ПРОГРАММНАЯ ТОРГОВЛЯ – СЛЕДСТВИЕ, А НЕ ПРИЧИНА

Совершенно очевидно, почему большинство наблюдателей ошибочно принимают программную торговлю за *причину* тенденций рынка акций. Такое объяснение лежит на поверхности и избавляет от необходимости докапываться до истинных причин. Посмотрим, как воспринимает программную торговлю сторонний наблюдатель. Резкое повышение фьючерсных цен на индекс акций провоцирует арбитражные операции: покупку корзины акций и продажу индексных фьючерсов, благодаря чему восстанавливается соответствие между фьючерсной и спотовой ценами индекса акций. Таким образом, быстрый рост фьючерсных цен на индекс способствует возникновению «программных сигналов» к покупке и считается бычьим признаком для рынка акций. Резкое снижение фьючерсных цен на индексы акций производит обратный эффект. Когда фьючерсные цены на индекс опускаются слишком низко, трейдеры продают корзину акций и покупают индексные фьючерсы. Такие «программные продажи» оказывают медвежье воздействие на рынок акций, приводя к его падению.

На первый взгляд (он обычно и излагается в СМИ), рост (или падение) рынка акций происходит *вследствие* программных покупок (или продаж). Однако самый простой вывод, лежащий на поверхности, редко бывает правильным. К сожалению, видя воздействие на рынок акций «программной торговли», многие склонны рассматривать ее как независимую движущую силу. При этом они не осознают, что изменения фьючерсных цен на индексы акций, приводящие в действие программную торговлю, сами обычно являются следствием изменений в других секторах, тесно связанных с акциями: на рынках облигаций, доллара и товаров.

В ЧЕМ ПРИЧИНА ПРОГРАММНОЙ ТОРГОВЛИ?

Вместо того, чтобы объявить программную торговлю *причиной* определенного движения рынка акций и этим закрыть тему, более уместно задаться вопросом: «А в чем причина самой программной торговли?» Предположим, что в 10:00 очередного торгового дня цены фьючерсов на индекс S&P 500 резко возросли. Образовался большой разрыв между фьючерсной и спотовой ценами индекса S&P 500 и произошел всплеск «программных покупок». Какой же будет трактовка указанных событий? Большинство наблюдателей объяснят последующий подъем рынка акций «программными покупками». *Но какова причина самих программных покупок?* И, главное, что вызвало рост фьючерсных цен индекса S&P?

Программные покупки начались лишь после того, как фьючерсная цена индекса S&P 500 значительно превысила его спотовую цену, и между ними временно нарушилось соответствие. Программные покупки были не *причиной*, а *реакцией на повышение фьючерсных цен индекса S&P*. Таким образом, подъем рынка акций произошел из-за роста фьючерсных цен на индекс акций. А чем объясняется этот рост фьючерсов, вызвавший программные покупки? При внимательном подходе несложно убедиться, что резкое повышение или понижение фьючерсных цен на индекс акций часто бывает прямым следствием роста или падения цен облигаций, курса доллара или, может быть, цен на нефть.

С этой точки зрения очевидно, что *истинной* причиной внезапного движения рынка акций часто являются резкие изменения на рынках облигаций или сырой нефти. Однако движение, зародившееся на каком-либо финансовом рынке, связанном с акциями (например, на рынке облигаций), не передается непосредственно на рынок акций, а проходит сначала через фьючерсы на индексы акций, лишь после этого распространяясь на акции. Иными словами, программная торговля (являющаяся всего-навсего средством восстановления соответствия между фьючерсной и спотовой ценами индекса акций) – это последнее звено в цепи межрыночных воздействий, зарождающихся обычно на других финансовых рынках. Отсюда следует, что *программная торговля является следствием, а не причиной*.

ПРОГРАММНАЯ ТОРГОВЛЯ – КОЗЕЛ ОТПУЩЕНИЯ

Объявление программной торговли главным виновником, особенно в случаях падения рынка акций, имеет весьма опасные последствия – когда слишком быстро находится козел отпущения, истинные причины остаются в тени. Протесты против индексного арбитража всерьез стали раздаваться после крушения рынка акций в 1987 году, а затем два года спустя во время меньшего по масштабам кризиса в октябре 1989 года. Критики требовали запрета индексного арбитража вследствие его дестабилизирующего воздействия на рынок акций. Однако они упрямо не замечали очевидных фактов. Введение фьючерсов на индексы акций в 1982 году совпало с началом самого мощного повышения американского рынка акций за всю историю его существования. Если индексные фьючерсы вызывают дестабилизирующий эффект, то как объяснить небывалый подъем рынка акций в восьмидесятых годах?

Часто игнорируется и другой фактор осеннего кризиса 1987 года: *обвал рынков акций был глобальным по своим масштабам*. Рынки некоторых стран пострадали еще сильнее, чем американский. Тем не менее, *на этих рынках арбитражной торговли индексами не существовало*. Как же объяснить крушение этих рынков? Если причиной обвала в Нью-Йорке был индексный арбитраж, то что же вызвало крушение рынков акций в других странах?

Развитие событий в Японии в первом квартале 1990 года служит ярким примером опасности сокрытия истинных причин падения рынка акций под маской программной торговли. На первых этапах падения японского рынка акций главным

виновником часто называли индексный арбитраж. Поначалу это падение не принималось всерьез, хотя более глубокий анализ свидетельствовал о наличии весьма опасной межрыночной ситуации (она подробно описана в главе 8). К тому моменту уже началось быстрое снижение курса иены, резко вырос уровень инфляции, а японский рынок облигаций находился в состоянии свободного падения. Однако все были так увлечены требованиями запретить индексный арбитраж, что, по крайней мере поначалу, никто не обращал внимания на эти медвежьи факторы.

К концу первого квартала 1990 года японский рынок акций потерял примерно 32%. Двумя главными причинами этого обвала были падение курса иены на 9% против доллара США и понижение рынка облигаций на 13%. Тем самым в начале 1990 года в Японии вырисовывалась довольно зловещая для рынка акций межрыночная картина (она напоминала ситуацию в Соединенных Штатах в 1987 году: доллар падал, товарные рынки росли, рынок облигаций падал). Однако японские аналитики разглядели за призраком «программной торговли» серьезные проблемы, стоящие перед страной, только когда падение рынка акций уже достигло внушительных масштабов.

В главе 2 описывались события, предшествовавшие обвалу американского рынка акций в 1987 году: быстрое снижение курса доллара, бычий прорыв товарных рынков из модели основания и их последующий стремительный подъем, обвальное падение рынка облигаций. Согласно основным принципам межрыночного анализа, подобное сочетание – медвежий признак для рынка акций. Тем не менее, рост курсов акций продолжался все лето и осенью 1987 года, не вызывая у инвесторов особого беспокойства. Когда же, наконец, в октябре 1987 года мыльный пузырь лопнул, большинство обвинило в этом «программную торговлю». Многие наблюдатели утверждали, что иных причин столь внезапного падения рынка просто не может быть. То же самое говорили и в Японии в 1990 году.

События 1987 года в Соединенных Штатах и 1990 года в Японии демонстрируют, что за программной торговлей часто скрываются куда более серьезные причины. Программная торговля – своего рода канал для передачи медвежьего (или бычьего) воздействия межрыночных сил на рынок акций. Обычно рынок акций реагирует на эти силы последним. Более глубокое знакомство с межрыночными связями, описанными в предшествующих главах, позволяет лучше понять последовательный переход возмущения от рынка к рынку, который прослеживается даже в рамках одного торгового дня.

Программная торговля не оказывает ни медвежьего, ни бычьего воздействия, она по природе своей нейтральна. Это всего-навсего реакция на внешние факторы, способная, к сожалению, ускорять и усиливать их эффект. Программная торговля – скорее, «курьер», передающий плохие (или хорошие) новости, чем источник этих новостей. До настоящего времени слишком много внимания уделялось курьеру и слишком мало – собственно новостям.

ПРИМЕРЫ ИЗ ОДНОГО ТОРГОВОГО ДНЯ

Молниеносное действие межрыночных связей и их роль в программной торговле можно продемонстрировать на примере одного торгового дня. В качестве объекта изучения возьмем пятницу, 6 апреля 1990 года. Рассмотрим внутридневную динамику финансовых рынков после выхода правительственного доклада об уровне безработицы в США и то, как происходящее освещалось одним из ведущих информационных агентств.

8:30 (ню-йоркское время). Доклад об уровне занятости в марте оказался не столь обнадеживающим, как ожидалось. Рост числа рабочих мест в сфере несельскохозяйственного производства составил 26000 – значительно ниже ожидаемого экономистами. Поскольку эти данные указывали на ослабление экономики, рынок облигаций резко пошел вверх, а курс доллара упал. Слабость доллара вызвала ска-

чок цен на золото. Рост цен при открытии на рынке облигаций оказал благотворное воздействие на рынок акций. А вот как выглядели в это утро заголовки некоторых сообщений агентства Knight-Ridder Financial News:

- 8:57 ... Доллар падает после сообщения о неожиданно низком уровне занятости ...
- 9:08 ... Облигации подскочили на 16/32 после сообщения о низком уровне занятости в марте ...
- 10:26 ... Июньские контракты на золото подорожали на 3,2 долл.
- 10:27 ... Цены открытия индексов акций США: растут вслед за облигациями...
- 11:07 ... СВТ: июньские контракты на казначейские облигации прорвали уровень поддержки, упав до 92 18/32 ...
- 11:07 ... Фьючерсы на индексы акций США дешевеют по мере падения цен казначейских облигаций...
- 11:10 ... На фоне программных продаж Доу упал еще на 19 пунктов до 2701 ...
- 11:32 ... Западногерманское кредитное обозрение: облигации стремительно дешевеют ...
- 11:33 ... Ставки СВТ/ИММ: цены облигаций быстро падают, сообщает Бундесбанк ...
- 11:44 ... Нью-Йоркская фондовая биржа: Доу потерял еще 15 пунктов в результате программных продаж ...

В развитии событий утром этого дня ясно прослеживается действие межрыночных связей между четырьмя секторами. Ослабление доллара привело к росту цен на золото. Цены облигаций поначалу росли, что положительно сказалось на акциях. Затем рынок облигаций начал падать, потянув за собой фьючерсы на индексы акций. Падение фьючерсных цен на индексы акций привело в действие программные сигналы к продаже, что способствовало дальнейшему понижению индекса Доу-Джонса. Из заголовков в 11:32 и 11:33 видно, что одной из причин ослабления американского рынка облигаций в середине утренней сессии было падение цен немецких облигаций. Спад рынка акций США был следствием падения рынка казначейских облигаций, одной из причин которого в свою очередь являлся обвал немецкого рынка облигаций. Падение курса доллара в середине утренней сессии также послужило медвежьим фактором.

Заголовки в 11:10 и 11:44 говорят о «программных продажах» в связи со снижением индекса Доу-Джонса. В отрыве от контекста эти два заголовка могут ввести в заблуждение. В них утверждается, что падение рынка акций было вызвано программными продажами, хотя на самом деле основной причиной было резкое понижение рынка облигаций. К счастью, агентство Knight-Ridder Financial News представило массу другой информации, позволяющей разобраться в сути и причинах происходящего. Однако не все финансовые сводки так глубоки.

Иногда финансовые средства информации в погоне за быстрыми ответами оставляют только те заголовки, в которых упоминаются «программные продажи», и опускают все остальные. Просматривая такие заголовки, читатель фиксируется на программных продажах, не обращая внимания на другие события и не понимая, что происходит на самом деле. Не может не настораживать и тенденция некоторых финансовых изданий упоминать о программных продажах в случае падения индекса Доу-Джонса и ничего не говорить о программных покупках в случае его повышения.

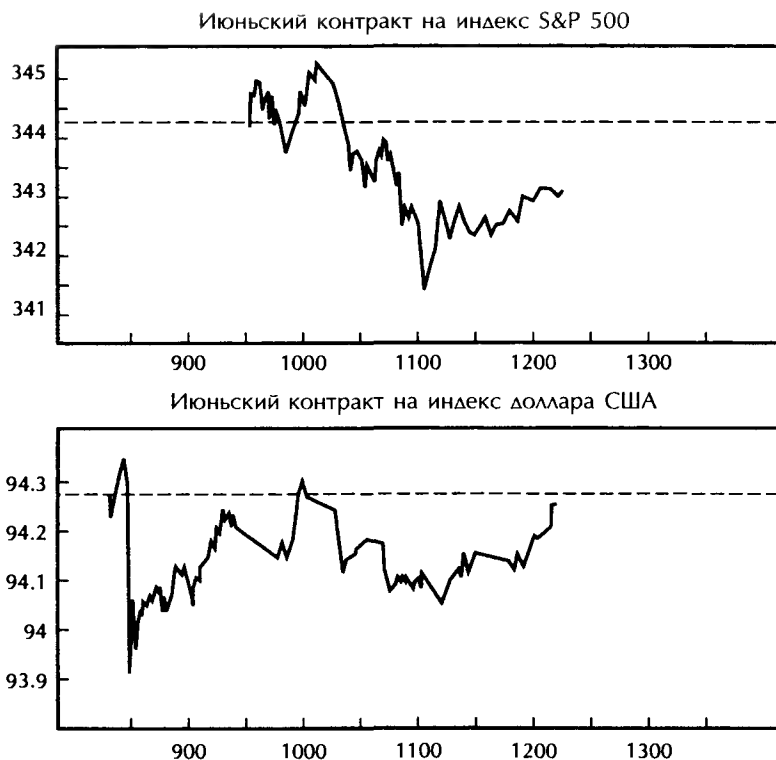
ГРАФИЧЕСКОЕ ПРЕДСТАВЛЕНИЕ УТРЕННЕЙ ДИНАМИКИ РЫНКОВ

На рисунках 14.1 и 14.2 показана ценовая динамика доллара, облигаций и акций утром 6 апреля 1990 года, то есть дано графическое представление описанных выше событий. На рисунке 14.1 сравниваются цены июньского контракта на индекс доллара (нижний график) и июньского контракта на индекс S&P 500 с 8:30 (по нью-йоркскому времени) до полудня. Обратите внимание, как точно повторяют друг друга обе кривые в утренние часы. После спада в начале торгов доллар повышался примерно до 10:00, а затем снова повернул вниз. Июньский контракт на индекс S&P начал слабеть примерно в то же самое время. Оба достигли минимума вскоре после 11:00.

На рисунке 14.2 сравниваются цены июньских фьючерсов на облигации (верхний график) и на индекс S&P 500 (нижний график). Еще до начала торгов по фьючерсам на индекс акций (9:30 по нью-йоркскому времени) рынок облигаций успел достичь пика и повернуть вниз. Около 9:30 цены облигаций снова пошли вверх и росли примерно до начала одиннадцатого. Фьючерсы и на индекс акций, и на облигации стали ослабевать примерно в 10:15. Оба рынка также вместе повернули вверх сразу после 11:00 (вместе с долларом). Резкое падение рынка облигаций около 11:00 было отчасти вызвано обвалом немецкого рынка облигаций (график не приводится).

РИСУНОК 14.1

Сравнение внутридневной динамики фьючерсных цен на индекс акций S&P 500 (верхний график) и на индекс доллара США (нижний график) утром 6 апреля 1990 года. В начале одиннадцатого оба рынка вместе начали падать, а примерно через час достигли минимума. Внутридневные движения рынка акций часто можно объяснить, наблюдая за динамикой курса доллара.



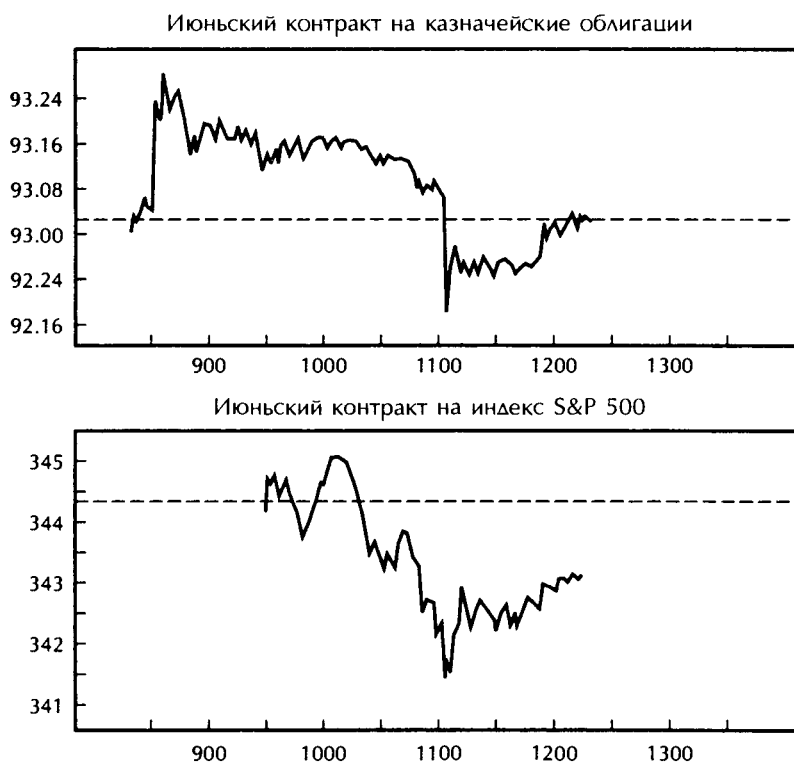
4/6/90

Приведенные примеры наглядно демонстрируют тесное взаимодействие между финансовыми рынками даже во внутридневном режиме. Рынок акций испытывает огромное влияние смежных рынков, в особенности, доллара и облигаций. Чтобы до конца понять причины внезапного падения рынка акций в 10 часов утра 6 апреля и его последующий разворот вверх в 11:00, необходимо было следить за движением курса доллара и рынка облигаций (не говоря уже о рынке золота и других товарных рынках). Без наблюдения за утренней динамикой фьючерсов на облигации и доллар адекватное восприятие происходящего было попросту невозможно. (На рисунках 14.3 и 14.4 показана динамика фьючерсных цен индекса S&P 500 за весь день 6 апреля. Рисунок 14.5 отражает их динамику за неделю.)

Трейдерам, не желающим замечать и изучать столь молниеносно действующие межрыночные связи, суждено довольствоваться искусственными объяснениями, вроде программной торговли, оставаясь в неведении относительно истинных причин – движения смежных рынков. Быстрые и простые ответы не красят и тех, чья профессиональная обязанность – предоставлять клиентам ежедневную аналитическую информацию о динамике финансовых рынков и докапываться до истинных движущих сил роста или падения рынка акций (см. рис. 14.6—14.8).

РИСУНОК 14.2

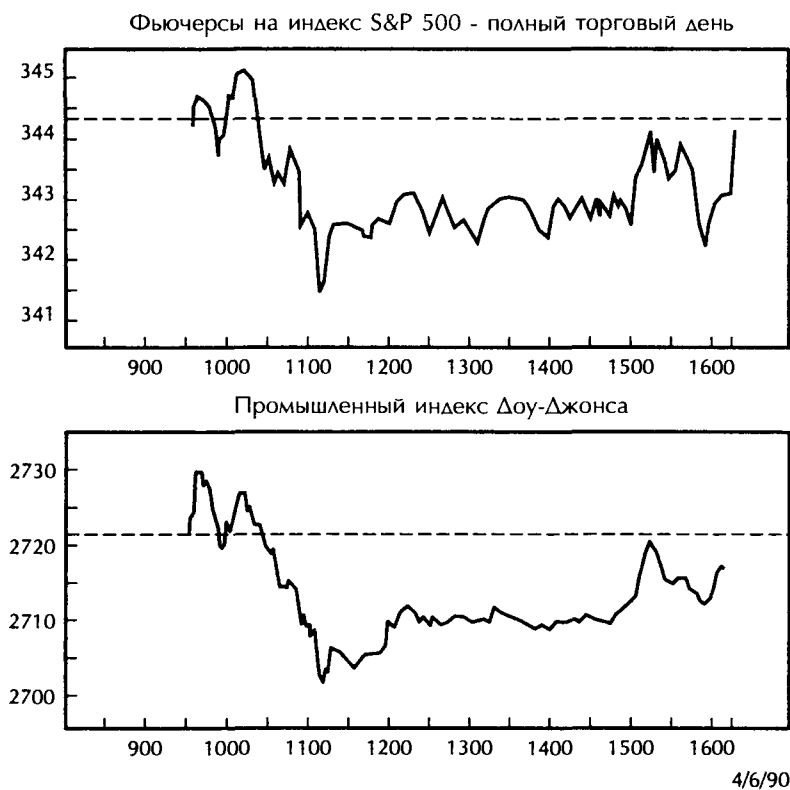
Сравнение внутридневной динамики фьючерсных цен на индекс S&P 500 (нижний график) и на казначейские облигации (верхний график) утром 6 апреля 1990 года. Краткосрочные колебания фьючерсных цен на индекс акций (влияющие на рынок акций) в значительной степени определяются динамикой рынка облигаций. Обратите внимание на резкое падение обоих рынков около 11:00. Внезапные движения рынка акций, ответственность за которые часто приписывают программной торговле, обычно легко объяснить на основе межрыночных связей.



4/6/90

РИСУНОК 14.3

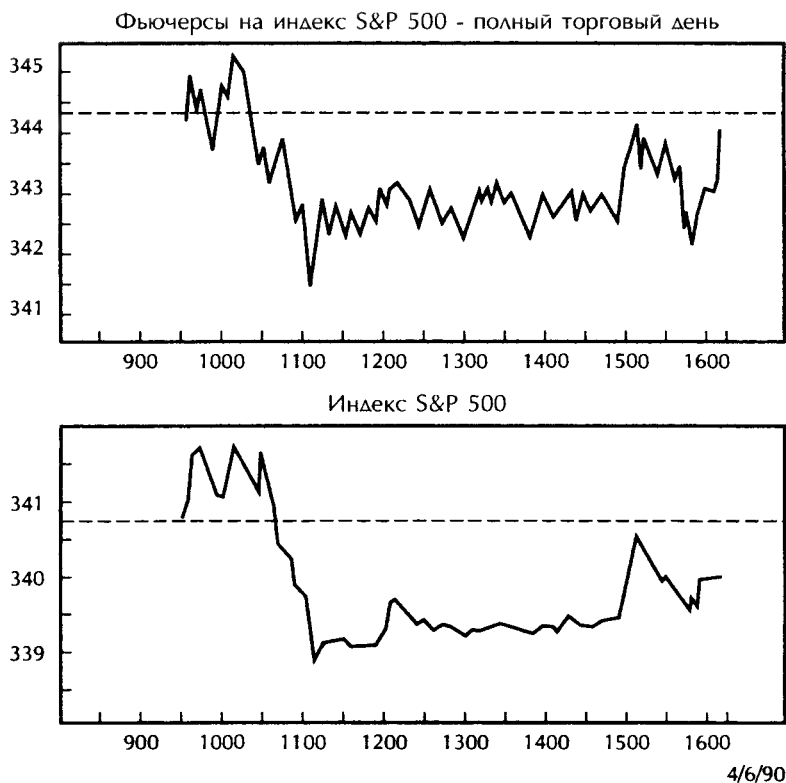
Сравнение фьючерсов на индекс S&P 500 (верхний график) и промышленного индекса Доу-Джонса 6 апреля 1990 года. Около 11:00 оба индекса упали до низшей точки (как и рынок облигаций), а затем оставшуюся часть дня росли. Хотя тенденции обоих индексов совпадают, фьючерсы на индекс S&P обычно опережают индекс Доу на несколько секунд и быстрее реагируют на действие межрыночных сил.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК 14.4

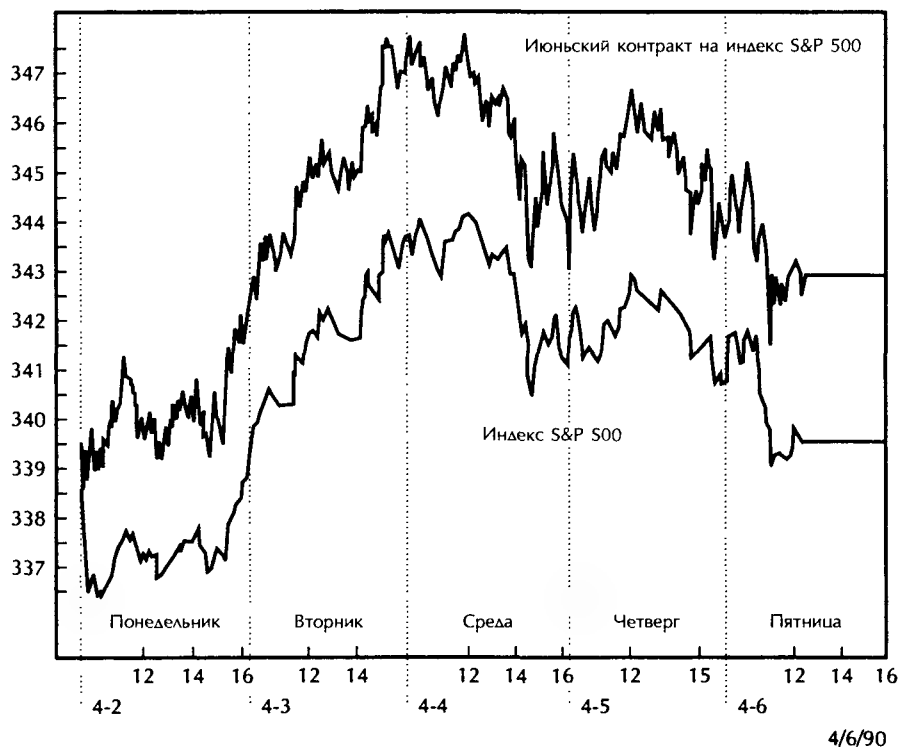
Сравнение фьючерсных (верхний график) и спотовых (нижний график) цен индекса S&P 500 6 апреля 1990 года. Хотя фьючерсные цены более изменчивы, пики и впадины на обоих графиках совпадают. Образование значительной разницы между фьючерсными и спотовыми ценами приводит в действие программную торговлю. (Торговля фьючерсами на индекс акций длится на 15 минут дольше, чем операции на спотовом рынке).



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК 14.5

Сравнение фьючерсных (верхняя кривая) и спотовых (нижняя кривая) цен индекса S&P 500 за первую неделю апреля 1990 года. Обратите внимание на подобие обеих кривых. Арбитражные сделки (программная торговля) сдерживают слишком сильное расхождение между ними. Программная торговля не изменяет существующую тенденцию рынка, но может усиливать ее.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК 14.6

Сравнение четырех рыночных секторов: индекса CRB (нижний левый график), казначейских облигаций (верхний левый график), доллара США (верхний правый график) и промышленного индекса Доу-Джонса (нижний правый график) в течение одного торгового дня (29 марта 1990 года). Одна из ведущих газет объяснила спад рынка акций программной торговли. Однако очевидно, что на самом деле он был вызван резким падением курса доллара и рынка облигаций, а также быстрым подъемом товарных рынков. Межрыночные связи прослеживаются даже на внутридневных графиках.

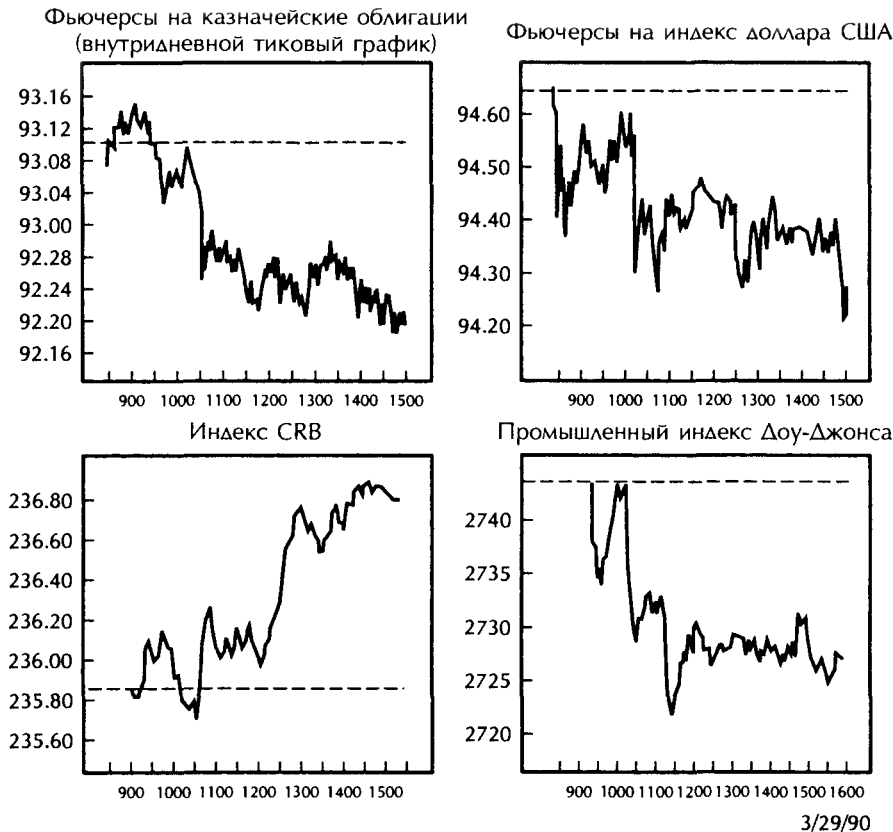
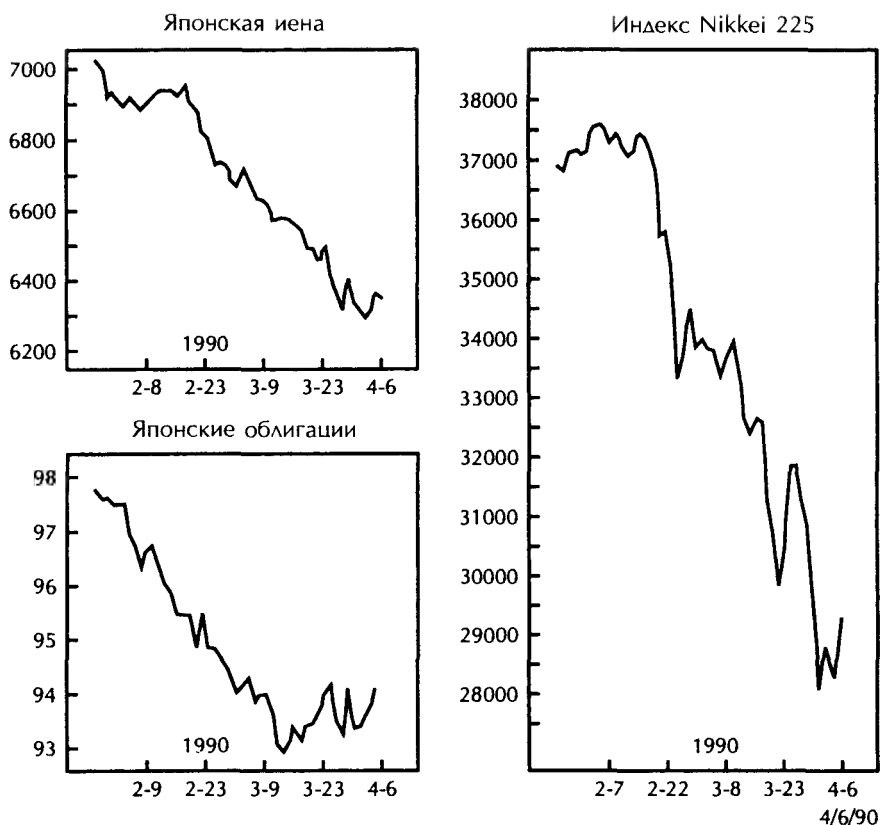


РИСУНОК 14.7

Обвал японского рынка акций в первом квартале 1990 года поначалу объясняли программными продажами. Однако более убедительными причинами были обвал иены и японского рынка облигаций. Обвинения в адрес программной торговли обычно оставляют в тени истинные причины падения рынка акций.



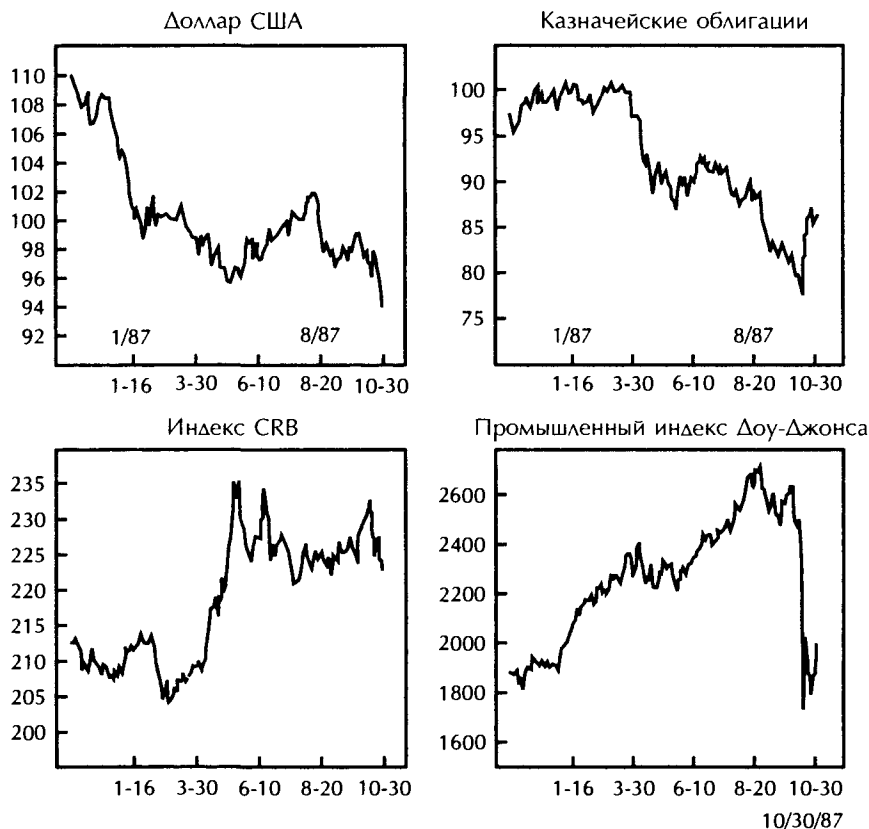
Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РЕЗЮМЕ

В этой главе обсуждался миф о программной торговле как *первопричине* краткосрочных (в том числе внутридневных) тенденций рынка акций. Было показано, что воздействие на рынок, приписываемое программной торговле, на самом деле является проявлением межрыночных связей. Мы не ставим своей целью защиту программной торговли, равно как не намерены игнорировать и тот факт, что программная торговля способна ускорить уже начавшееся падение рынка акций. С программной торговлей действительно сопряжен ряд проблем, которые следует изучать и при необходимости решать. Однако роль программной торговли в краткосрочной динамике рынка часто понимается неверно. Любой подъем рынка акций почти наверняка сопровождается программными покупками, а его падение почти всегда происходит на фоне программных продаж. Утверждение о наличии в таких ситуациях программной торговли равносильно утверждению о преобладании покупок на повышающемся рынке и преобладании продаж на понижающемся. Иными словами, тезис о наличии программной торговли не имеет реального содержания. Он лишь констатирует очевидный факт.

РИСУНОК 14.8

Четыре рыночных сектора США в 1987 году. В начале второй половины 1987 года сложилась неблагоприятная для рынка акций межрыночная ситуация: ослабление доллара, рост товарных цен, обвал рынка облигаций. А многие наблюдатели ошибочно обвиняли в крушении рынка акций программную торговлю.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

Хуже то, что провозглашение программной торговли главной движущей силой рынка скрывает истинные причины рыночных тенденций. Создается ложное представление о том, что программная торговля служит *причиной* того или иного движения рынка, хотя фактически она обычно является *реакцией* на действие межрыночных сил. Более глубокое понимание непрерывного взаимодействия финансовых рынков может помочь преодолеть излишнюю озабоченность по поводу программной торговли, а также упорядочить ее использование и избежать злоупотреблений.

Новое направление

Рассмотрев различные межрыночные связи по отдельности, вновь соединим их все воедино. В этой главе мы напомним некоторые общие принципы и направления межрыночного анализа. Хотя масштабы межрыночных сравнений иногда кажутся чересчур грандиозными, прочное усвоение нескольких основных принципов может быть вполне достаточным для более глубокого понимания многочисленных межрыночных сил, непрерывно взаимодействующих друг с другом. Главная задача этой главы – обобщить все вышесказанное о межрыночном анализе и еще раз продемонстрировать нетривиальность и необходимость этого направления технических исследований.

МЕЖРЫНОЧНЫЙ ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ: ОРИЕНТАЦИЯ НА ВНЕШНИЕ ФАКТОРЫ

Как уже отмечалось в начале книги, технический анализ всегда был ориентирован на внутренние факторы. Первостепенное внимание уделялось рынку, на котором специализировался трейдер: акциям, казначейским облигациям или золоту. Технические аналитики старались не обращать внимания на внешние факторы, дабы избежать искажения результатов графического анализа. Надеюсь, в книге было убедительно показано, почему такой подход уже недостаточен.

Ни один рынок не функционирует в изоляции. Так, на рынок акций очень сильное воздействие оказывает рынок облигаций. В самом прямом смысле, рынок облигаций действует как опережающий индикатор рынка акций. Трудно представить себе трейдера по акциям, который при техническом анализе рынка акций не принимал бы во внимание движения рынка облигаций. Межрыночный анализ использует динамику одного рынка, например, рынка казначейских облигаций, для определения возможных перспектив развития другого, например, рынка акций. При таком подходе меняется смысл определения технического индикатора. Для прогнозирования тенденций рынка межрыночный аналитик отслеживает не только *внутренние* индикаторы, но и динамику рынков, связанных с данным. Таким образом межрыночные сравнения расширяют границы применения и само определение технического анализа, придавая ему большую направленность на внешние факторы.

Рынок облигаций испытывает сильное влияние товарных рынков. Об опасности анализа рынка облигаций без учета товарных рынков уже говорилось выше. В конце 1989 – начале 1990 года многие трейдеры ожидали снижения процентных

ставок, хотя рост индекса CRB предсказывал их повышение и падение цен на облигации. Поэтому обвал цен на облигации в первой половине 1990 года был неожиданностью только для тех, кто не следил за товарными рынками. Этот весенний кризис рынка облигаций в свою очередь оказал медвежье давление на рынок акций. Таким образом, ввиду тесной связи между товарами и облигациями *анализ товарных рынков является необходимым условием для полноценного анализа рынка облигаций*.

И, наконец, важную роль играет доллар США. Усиление инфляции в начале 1990 года (повышение товарных цен) было прямым следствием обвального падения курса доллара в четвертом квартале 1989 года. Слабость американской валюты стала причиной возобновления инфляционного давления в начале 1990 года и способствовала дальнейшему росту товарных цен. Вместе с ними росли и процентные ставки, что оказало медвежье давление на рынок облигаций. Снижение цен на облигации привело к падению американского рынка акций. Таким образом, *технический анализ доллара США (валют), индекса CRB (товарных рынков), казначейских облигаций (процентных ставок) и акций должен всегда проводиться совместно*.

ВЛИЯНИЕ ГЛОБАЛЬНЫХ ТЕНДЕНЦИЙ

В начале нового десятилетия действовали и глобальные рыночные силы. Наблюдался рост процентных ставок в мировом масштабе, оказывавший давление на международные рынки облигаций. Падение рынков облигаций начало сказываться на японском и британском рынках акций. Классическим примером межрыночного взаимодействия является снижение почти на треть японского рынка акций в первом квартале 1990 года, вызванное обвальным падением курса иены и цен японских облигаций. Спад цен на облигации (обусловленный ростом инфляционных ожиданий) также оказал медвежье давление на цены британских акций. Отрицательное влияние тенденций мировых рынков облигаций и акций начало сказываться весной 1990 года и на американском рынке акций. А резкий подъем цен на нефть во второй половине 1990 года привел к еще большему усилению медвежьих тенденций на мировых рынках акций и облигаций.

ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИТИК И МЕЖРЫНОЧНЫЕ СИЛЫ

Из сказанного выше следует, что технический аналитик должен понимать механизм межрыночных взаимодействий. Как сказывается на товарных рынках падение курса доллара? Какое влияние оказывает рост курса доллара на рынки облигаций и акций? Какова взаимосвязь между долларом и рынком золота? Что означает падение или рост рынка золота для индекса CRB и как это связано с инфляцией? Как реагируют рынки облигаций и акций на повышение или понижение товарных цен? А каковы последствия медвежьих или бычьих тенденций на японских и британских рынках облигаций и акций для соответствующих американских рынков? Именно такие вопросы должен начать задавать себе технический аналитик.

Игнорировать эти межрыночные связи – значит лишать себя важнейшей ценовой информации. Больше того, без их изучения невозможно понять *внешние движущие силы рынка, на котором работает аналитик. Времена, когда можно было ограничиться отслеживанием одного рынка, безвозвратно прошли*. Сегодня нужно быть в курсе происходящего во всех рыночных секторах и понимать взаимовлияние тенденций родственных рынков всего мира. Технический анализ как нельзя лучше подходит для этой цели, так как он основывается на движении цен. Поэтому вполне логично, что место технических аналитиков – на передовой межрыночного анализа.

ОСНОВНЫЕ МЕЖРЫНОЧНЫЕ ПРИНЦИПЫ И СВЯЗИ

Ниже перечислены основные межрыночные принципы и связи, рассмотренные в предшествующих главах:

- Все рынки взаимосвязаны.
- Ни один рынок не может существовать в изоляции.
- Следует принимать во внимание динамику смежных рынков.
- Наиболее подходящим инструментом межрыночных исследований является технический анализ.
- Межрыночные исследования расширяют возможности технического анализа.
- Четырьмя основными секторами являются рынки валют, товаров, облигаций и акций.
- Курс доллара США и цены на золото обычно движутся в *противоположных* направлениях.
- Курс доллара США и индекс CRB обычно движутся в *противоположных* направлениях.
- Рынок золота движется в *одном* направлении с индексом CRB, но *опережает* развороты последнего.
- Индекс CRB и рынок облигаций обычно движутся в *противоположных* направлениях.
- Рынок облигаций обычно движется в *одном* направлении с рынком акций.
- Рынок облигаций *опережает* развороты рынка акций.
- Коммунальный индекс Доу-Джонса *следует* за рынком облигаций и *опережает* рынок акций.
- Американские рынки облигаций и акций *связаны* с мировыми рынками.
- Некоторые группы акций (акции нефтяных, золото- и медедобывающих компаний и акции, чувствительные к процентным ставкам) испытывают влияние соответствующих фьючерсных рынков.

МЕЖРЫНОЧНЫЙ АНАЛИЗ И ФЬЮЧЕРСНЫЕ РЫНКИ

На страницах этой книги особое внимание уделялось рынкам фьючерсов. Это объясняется в первую очередь тем, что именно развитие фьючерсных рынков в семидесятых-восемидесятых годах сыграло определяющую роль в становлении межрыночного анализа. Если мир акций за последние два десятилетия не претерпел существенных изменений, то фьючерсные рынки постоянно расширялись, охватив практически все финансовые сектора: валюту, товары, процентные ставки, индексы акций. Кроме того, бурное развитие фьючерсных рынков носило глобальный характер. Возможность мгновенного доступа к ценовой информации на фьючерсных рынках всего мира и быстрота взаимодействия между ними создали благоприятную почву для углубления межрыночных исследований.

Не следует беспокоиться, если вы не знакомы со спецификой работы фьючерсных рынков. Во всех секторах, рассматриваемых в этой книге, имеются спотовые рынки. Например, рынки фьючерсов на облигации и индексы акций движутся в том же направлении, что и соответствующие спотовые рынки (правда, иногда с некоторым опережением). Фьючерсные рынки, на которые мы опирались в книге, можно попросту рассматривать в качестве представителей соответствующих спотовых рынков. При этом *использование фьючерсных рынков для иллюстрации теоретических положений ни в коей мере не умаляет значения и пользы межрыночного анализа для соответствующих спотовых рынков.*

ТОВАРНЫЕ РЫНКИ КАК НЕДОСТАЮЩЕЕ ЗВЕНО

Еще одна тема, проходящая красной нитью через всю книгу, касается важной роли товарных рынков в системе межрыночных связей. Это обусловлено наименьшей изученностью и недопониманием роли товарного сектора. *Важнейшей заслугой межрыночного анализа является признание тесной связи между товарными рынками, представленными индексом CRB, процентными ставками и ценами облигаций.*

Выявление этой связи также позволяет установить зависимость между товарными ценами и динамикой рынков валют и акций. Межрыночный анализ остальных трех секторов без учета товарных рынков невозможен, поскольку в этом случае упускается из виду связь между динамикой товарных цен и инфляцией. Исходя из той важной роли, которую товарные рынки играют в системе межрыночных связей, и их преимущественно отрицательной корреляции с тремя другими финансовыми секторами рынка, можно рассматривать товары как отдельный класс активов и потенциальное средство тактического размещения активов.

На страницах книги мы рассматривали историю зависимости между рынками, главным образом, за последние 20 лет. В этой связи неизбежно возникают вопросы о том, достаточен ли данный срок для установления межрыночных закономерностей, а также можно ли считать эти связи новым явлением и какова вероятность их сохранения в будущем. Какой же исторический срок является оптимальным для исследования межрыночных связей? Выбор периода протяженностью в два десятилетия не случаен, поскольку именно в это время появились фьючерсные рынки. Он также обусловлен кардинальным изменением мировых рынков в последние 20 лет. Рассмотрим некоторые из этих перемен.

До 1970 года существовали фиксированные обменные курсы. То есть изменений курса доллара относительно иностранных валют попросту не было. Хотя теперь нам известна важная роль валютных рынков, определить их влияние на финансовые рынки до 1970 года невозможно. До середины семидесятых годов цена на золото тоже была фиксированной, и американцы не имели права приобретать его в собственность. Ввиду отсутствия колебаний цены золота определить ее взаимосвязь с курсом доллара и оценить ее роль как опережающего индикатора инфляции до этого времени также не представляется возможным. Кроме того, до начала семидесятых годов цены на нефть регулировались. Следовательно, до 1970 года всех этих звеньев межрыночной цепи просто не существовало.

Фьючерсы на золото появились в 1974, а фьючерсы на нефть – в 1983 году. Валютные фьючерсы были введены в 1972 году. Только по мере их возникновения стало возможным изучать взаимодействие данных рынков. Фьючерсные контракты на казначейские облигации, казначейские векселя и евродоллар появились в конце семидесятых. А рынки фьючерсов на индексы акций, индекс доллара США и индекс CRB – лишь в восьмидесятых. Если учитывать важную роль каждого из этих рынков в системе межрыночных связей, несложно понять невозможность полноценного межрыночного анализа до 1970 года. В большинстве случаев необходимые данные отсутствуют или носят случайный и разрозненный характер.

КОМПЬЮТЕРИЗАЦИЯ И ГЛОБАЛИЗАЦИЯ

Возникшие в последние два десятилетия тенденции к компьютеризации и глобализации также в значительной степени способствовали расширению нашего взгляда на взаимодействие мировых рынков. Благодаря этим тенденциям мир стал казаться меньше, а зависимость между различными его регионами более тесной. Еще 10 лет назад большинство аналитиков не следило за международными рынками и не интересовалось тем, что там происходит. Сегодня же многие начинают день с изучения котировок токийских и лондонских бирж. Появление компьютеров позволило трейдерам наблюдать за мировыми рынками и их ежеминутным взаимодействием со

своих мониторов. В наши дни финансовые фьючерсные контракты заключаются во всем мире, а их котировки мгновенно поступают на мониторы компьютеров во все уголки земного шара. Мягко говоря, многое изменилось за последние два десятилетия на финансовых рынках и в наших возможностях наблюдения за ними.

Не исключено, что в межрыночном анализе проявляется так называемое самоисполняющееся пророчество. Если раньше мало кто даже подозревал о взаимовлиянии различных рынков, то теперь, в связи с возможностью свободной торговли на этих рынках и мгновенного доступа к котировкам и графикам из любой точки мира, трейдеры стали гораздо быстрее реагировать на изменения рыночной конъюнктуры. Падение цен в Токио может вызвать аналогичное падение в Лондоне, а это повлияет на цену открытия на Уолл-Стрит. Внезапное понижение немецкого рынка облигаций буквально через секунды может привести к падению цен фьючерсов на казначейские облигации в Чикаго (что еще спустя несколько секунд отразится на рынке акций в Нью-Йорке). В свою очередь результаты торгов на биржах США задают тон завтрашней торговле за рубежом. Сейчас уже кажется невероятным, что понижение рынка акций в Великобритании началось почти за год до обвала американского рынка в 1929 году, и что никто в США этого не заметил или не придал этому значения. Сегодня такое падение в Лондоне вызвало бы значительно более быструю реакцию во всем мире.

Возможно, найдутся исследователи, которые захотят изучить межрыночные связи за более протяженный период времени. Однако, на мой взгляд, накопление убедительных свидетельств межрыночных связей шло параллельно с развитием фьючерсных рынков в семидесятых-восемидесятых годах и с совершенствованием наших возможностей наблюдения за ними. Можно с уверенностью утверждать, что с появлением новых рынков и средств мгновенной передачи информации мировые рынки по-настоящему изменились, как и наша способность реагировать на эти изменения. Поэтому проведение межрыночных сравнений до начала семидесятых – занятие малоперспективное. Более уместным мне представляется вопрос не о существовании межрыночных связей 40 лет назад, а о том, будут ли они столь же очевидны через 40 лет. Я полагаю, что будут.

МЕЖРЫНОЧНЫЙ АНАЛИЗ – НОВОЕ НАПРАВЛЕНИЕ

Совершенно очевидно, что технический анализ вступил в новую фазу своего развития. Вместе с его популярностью растет и понимание того, что сфера применения технического анализа гораздо шире традиционного изучения *изолированных* графиков и *внутренних* технических индикаторов. *Межрыночный анализ представляет собой новую ступень в развитии технической теории.* По мере осознания того, что все рынки взаимосвязаны – финансовые и нефинансовые, внутренние и внешние – все больше трейдеров будут учитывать эти связи в своем анализе. *Благодаря гибкости и универсальности в применении к любому рынку технический анализ идеально подходит для подобных исследований.*

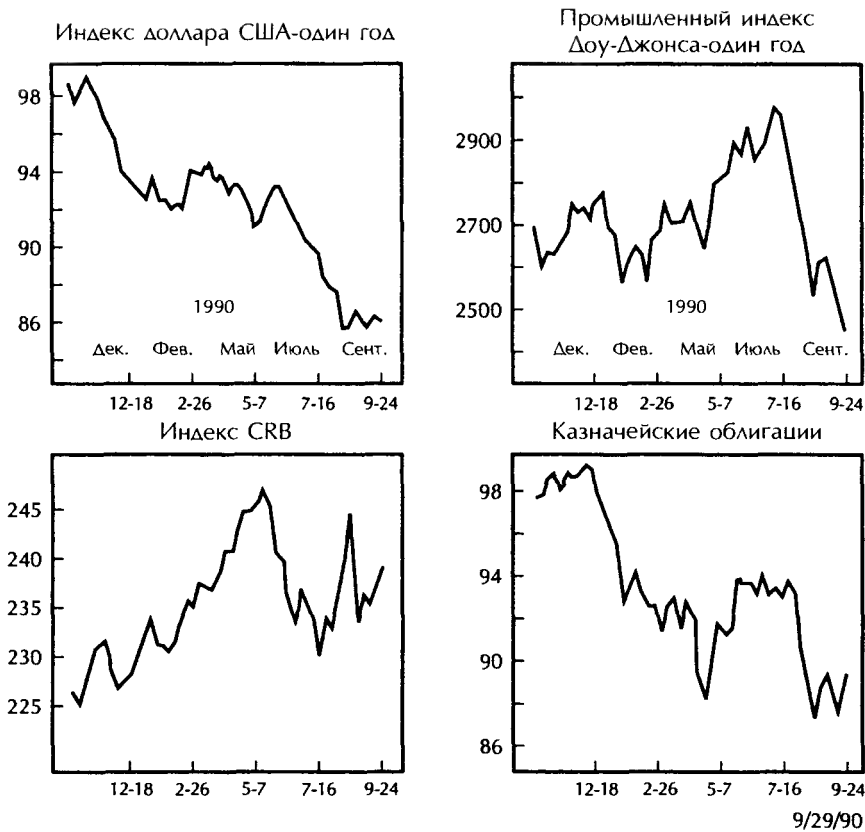
Межрыночный анализ – это еще одно звено аналитического процесса, расширяющее поле исследований и способствующее более глубокому пониманию результатов анализа отдельных секторов. В течение последних ста лет основным объектом технического анализа были внутренние факторы. Я твердо уверен в том, что в следующем столетии применение технических принципов в области финансового и экономического прогнозирования существенно расширится. Известно, что даже Совет управляющих ФРС время от времени поглядывает на графики финансовых рынков. Принципы, изложенные в книге, представляют собой только первые шаги технического анализа в новом направлении. Однако убежден, что по мере дальнейшего роста популярности и признания технического анализа, роль и место в нем межрыночного анализа будет неуклонно возрастать.

Приложение

По компьютерным графикам, представленным в книге, читатель наверняка догадался, что на ее написание ушел не один месяц. В каждой главе использовались самые последние рыночные данные. Естественно, что в каждой последующей главе появлялась более свежая информация. Вместо того, чтобы возвращаться к ранее написанным главам и редактировать рыночные наблюдения задним числом, было решено включать новые данные по ходу написания книги. В результате использования постоянно обновляющихся данных описание межрыночных связей приобрело более динамичный характер.

Задача Приложения – представить читателю более свежую информацию о развитии важнейших межрыночных взаимосвязей до конца третьего квартала 1990 года, когда книга пошла в набор. В этот период некоторые из них проявились ярче, чем другие, но я полагаю и, надеюсь, читатель со мной согласится, что все описанные межрыночные закономерности прослеживались достаточно четко. Например, тот факт, что даже во время кризиса в Персидском заливе летом 1990 года, затронувшего все финансовые рынки мира, межрыночные связи действовали согласно описанному сценарию, как нельзя лучше льстит самолюбию автора. Любые графики быстро устаревают. Но всегда важно помнить – даже если графическая информация непрерывно изменяется, основные принципы межрыночного анализа остаются незыблемыми.

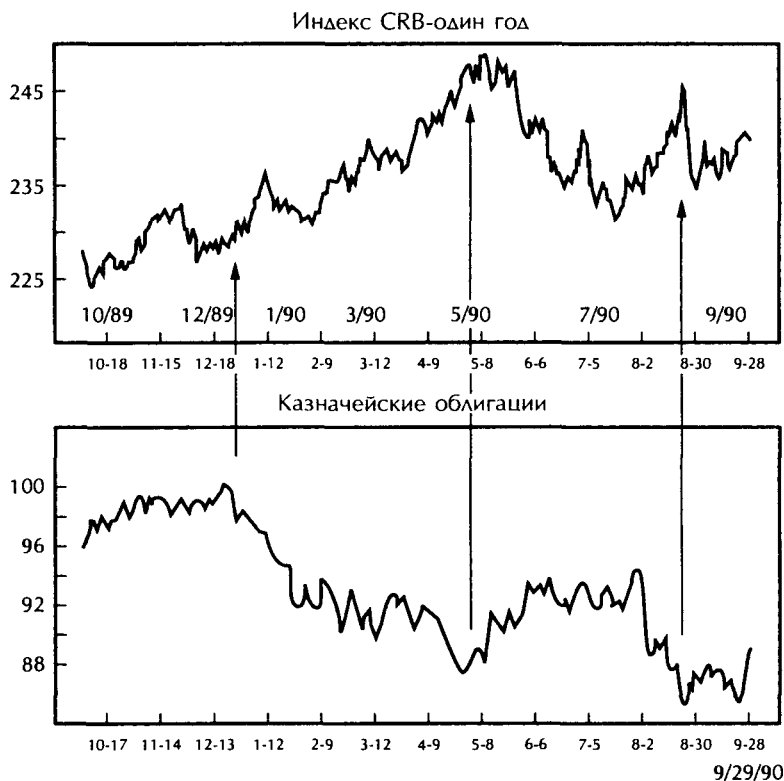
РИСУНОК А.1
Графики четырех секторов – доллара, индекса CRB, акций и облигаций – по конец третьего квартала 1990 года. Слабость доллара в течение большей части 1990 года поддерживала рост товарных цен и оказывала медвежье воздействие на рынки облигаций и акций.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК А.2

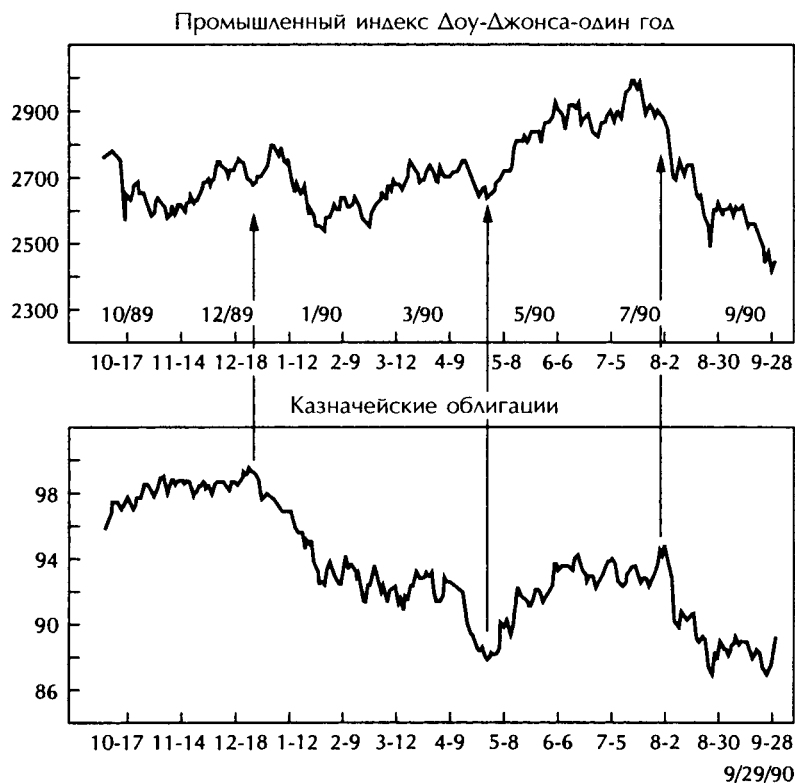
Сравнение индекса CRB и рынка казначейских облигаций с конца 1989 по конец третьего квартала 1990 года. В первой половине 1990 года товарные цены росли, а цены облигаций падали. Впадинам на рынке облигаций в начале мая и в конце августа (см. стрелки) соответствовали пики товарных цен.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК А.3

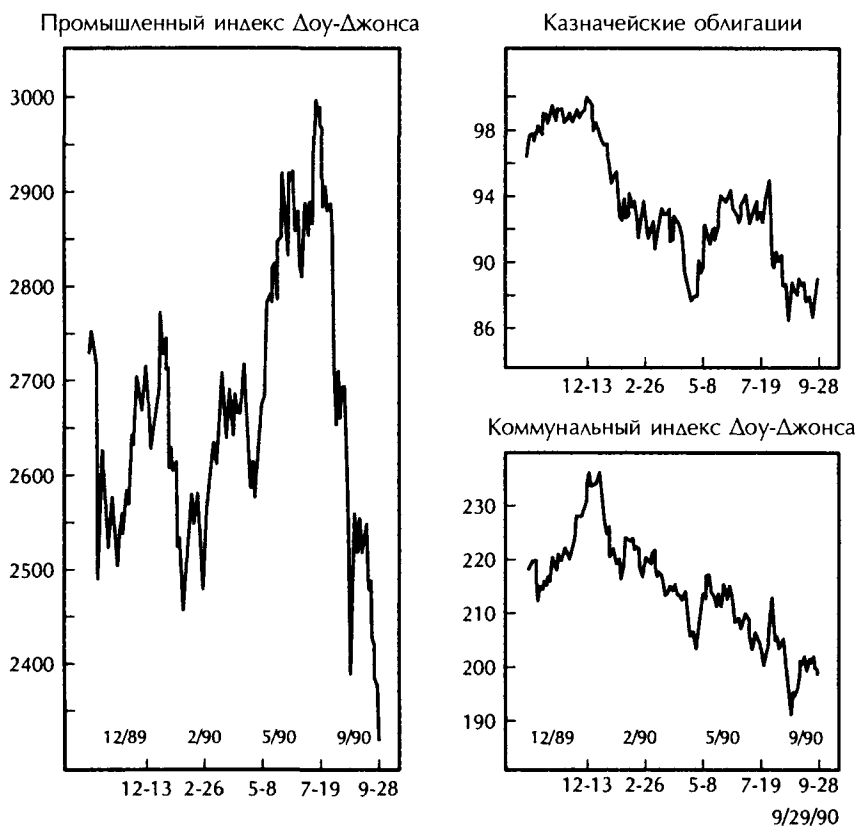
Сравнение рынков акций и облигаций с конца 1989 по сентябрь 1990 года. После падения в начале 1990 года рынок облигаций в первых числах мая повернул вверх, поддерживая подъем рынка акций. В течение лета рынку облигаций не удалось подтвердить движение индекса Доу к новым максимумам. Затем оба рынка вместе падали.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК А.4

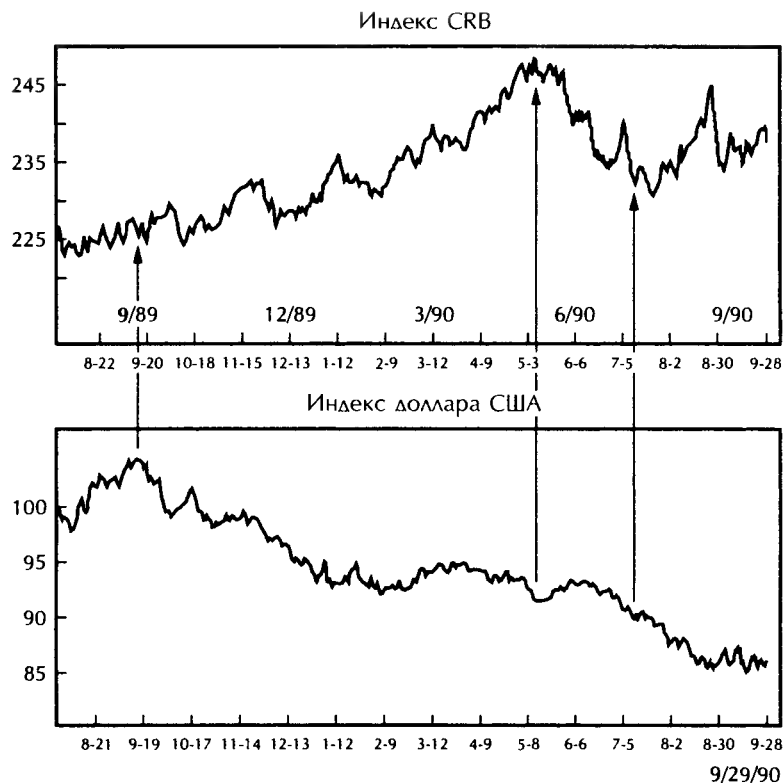
Сравнение промышленного индекса Доу-Джонса, коммунального индекса Доу-Джонса и рынка облигаций с осени 1989 по конец третьего квартала 1990 года. Относительная слабость коммунального индекса с начала 1990 года послужила ранним медвежьим сигналом для промышленного индекса. Обратите внимание на сильную корреляцию между коммунальным индексом Доу-Джонса и рынком облигаций.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК А.5

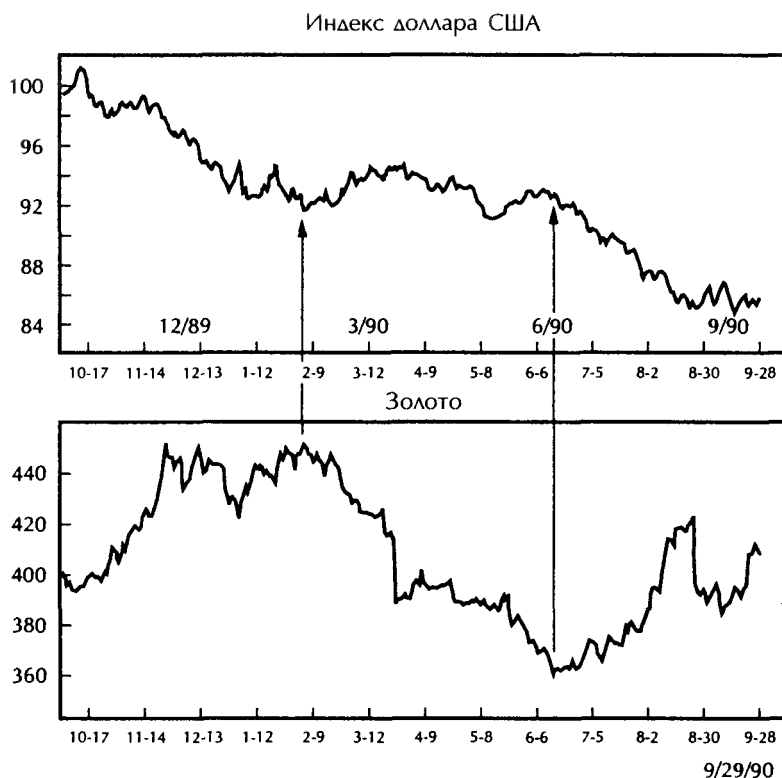
Сравнение индекса CRB с курсом доллара США с конца 1989 по сентябрь 1990 года. Падение курса доллара в течение 1990 года и связанное с этим усиление инфляции способствовали росту товарных цен. Майское укрепление доллара стало одной из причин образования пика на товарных рынках в том же месяце. Летом товарные рынки вновь начали набирать силу на фоне продолжившегося падения курса доллара к новым минимумам.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК А.6

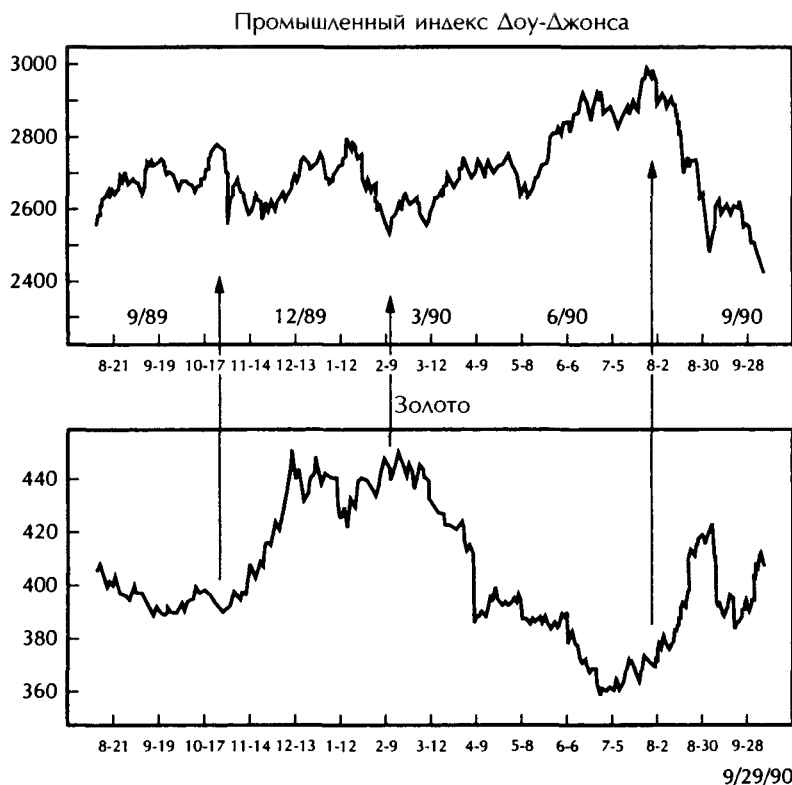
Сравнение курса доллара США с рынком золота с конца 1989 по сентябрь 1990 года. Падение курса доллара в течение большей части 1990 года оказалось недостаточным для разворота тенденции рынка золота вверх. Тем не менее, обратная зависимость между двумя рынками все же прослеживается – особенно во время падения курса доллара в конце 1989 и с июня 1990 года, когда цены на золото росли. Кратковременного бычьего разворота курса доллара в феврале 1990 года было достаточно, чтобы вызвать устойчивое понижение цен на золото.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК А.7

Сравнение рынка золота и промышленного индекса Доу-Джонса с лета 1989 по осень 1990 года. Росту цен на золото осенью 1989 года соответствовало ослабление рынка акций. Пик рынка золота в феврале 1990 года совпал с началом подъема на рынке акций. Летом 1990 года золото дорожало, а акции дешевели. В течение всего рассматриваемого периода цены на золото росли, когда рынок акций демонстрировал признаки слабости.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК А.8

Сравнение американского, британского и японского рынков акций за восемнадцать месяцев до конца третьего квартала 1990 года. В начале 1990 года все три рынка резко упали, а весной начали расти. Летом 1990 года ни один из иностранных рынков не подтвердил восхождение американского рынка к новым максимумам. «Тройная вершина» на британском рынке и обвал японского предупреждали о потенциальном ослаблении американского рынка. Это расхождение завершилось последующим одновременным падением мировых рынков.

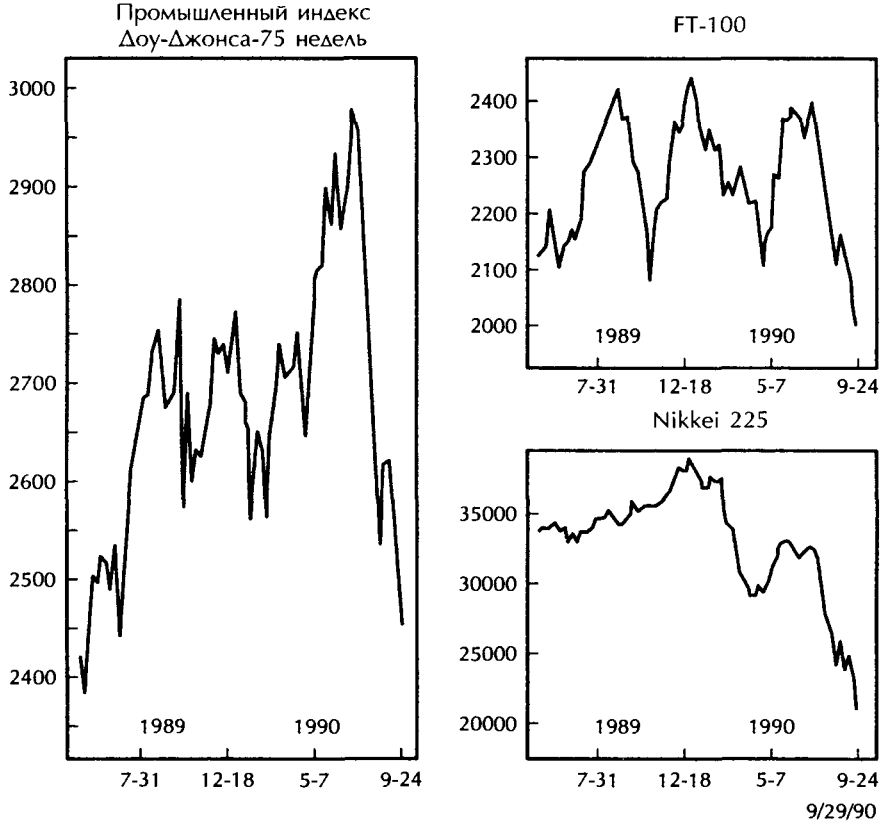


РИСУНОК А.9

Сравнение американского и японского рынков акций с сентября 1989 по сентябрь 1990 года. В январе оба рынка повернули вниз. Хотя американский рынок быстро восстановился и казалось бы не реагировал на падение японского рынка в первом квартале 1990 года, второй обвал в Японии летом того же года ударил по всем международным рынкам. Подъем японского рынка в мае—июле способствовал стабилизации американского рынка. Однако повышение цен американских акций к новым максимумам не получило подтверждения на японском рынке, который едва сумел восстановить половину предшествующих потерь.

Американский и японский рынки акций

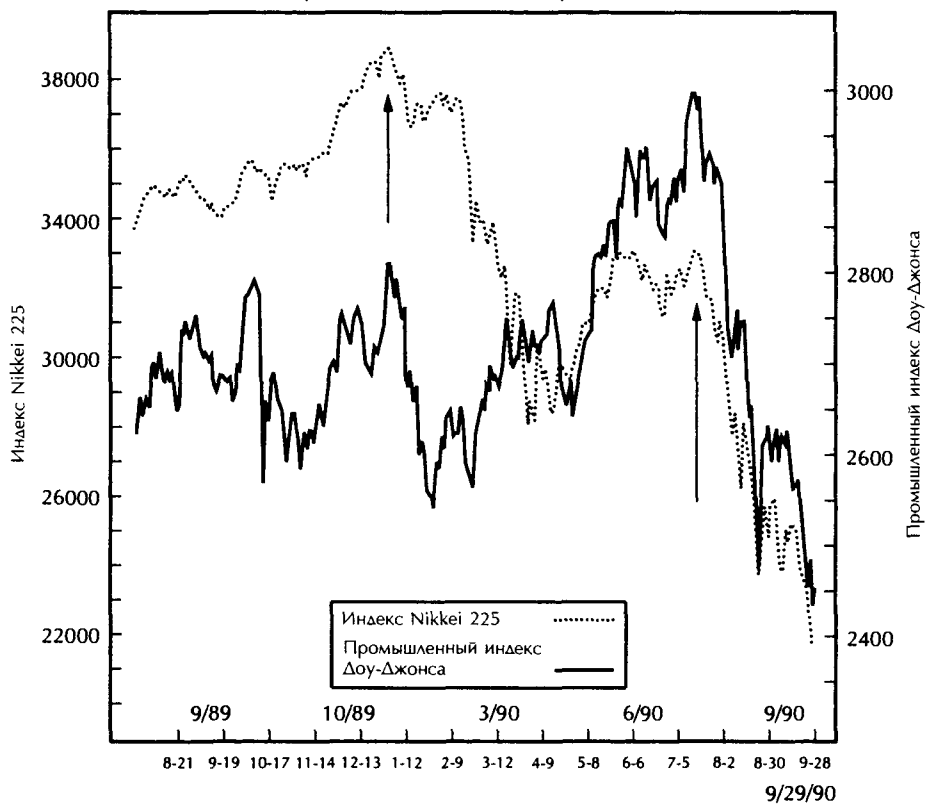
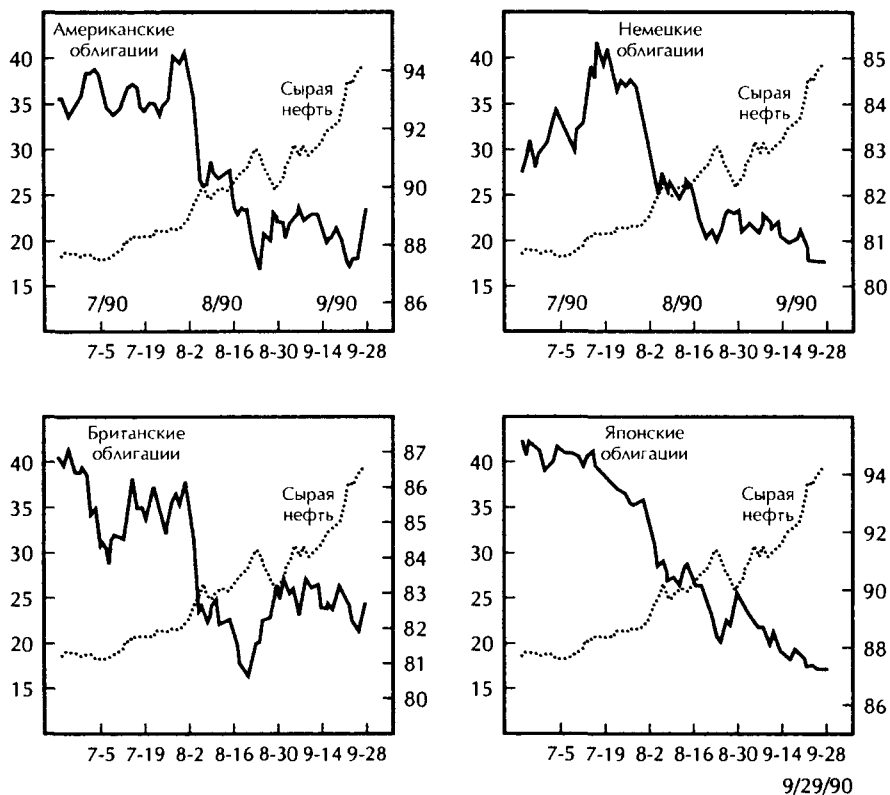


РИСУНОК А.10

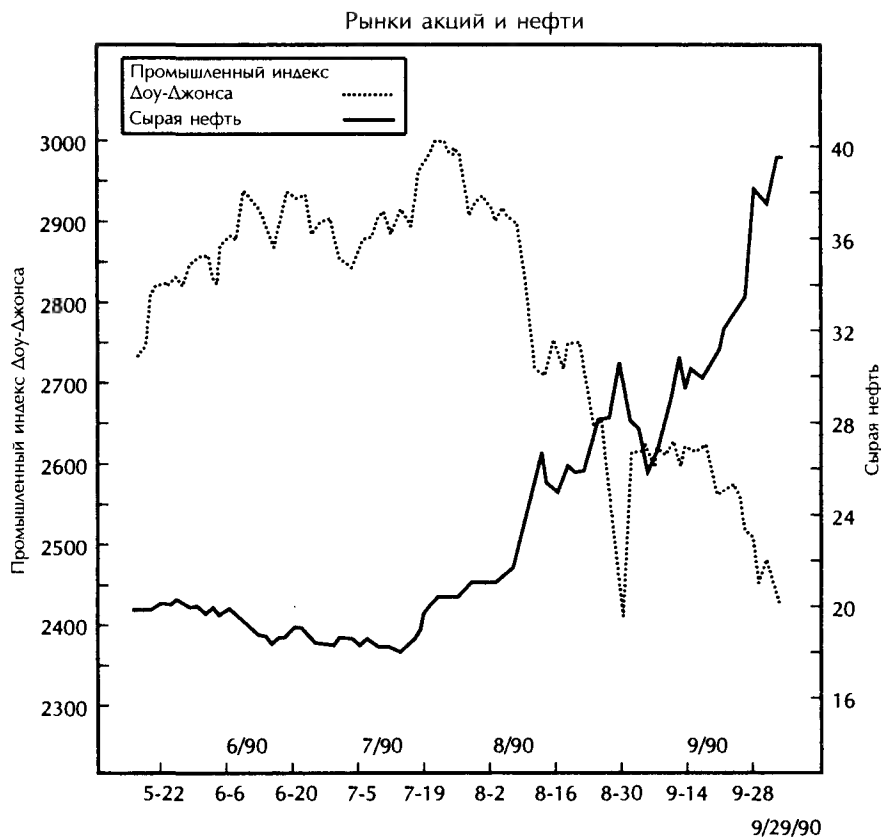
Сравнение американского, британского, немецкого и японского рынков облигаций летом 1990 года. После вторжения 2 августа 1990 года иракских войск на территорию Кувейта цены на нефть резко пошли вверх, что вызвало падение мировых рынков облигаций. Больше всего пострадали японские облигации (в виду большей зависимости Японии от поставок нефти), которые не только «возглавили» падение мировых рынков облигаций, но и стали причиной обвала японского рынка акций.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК А.11

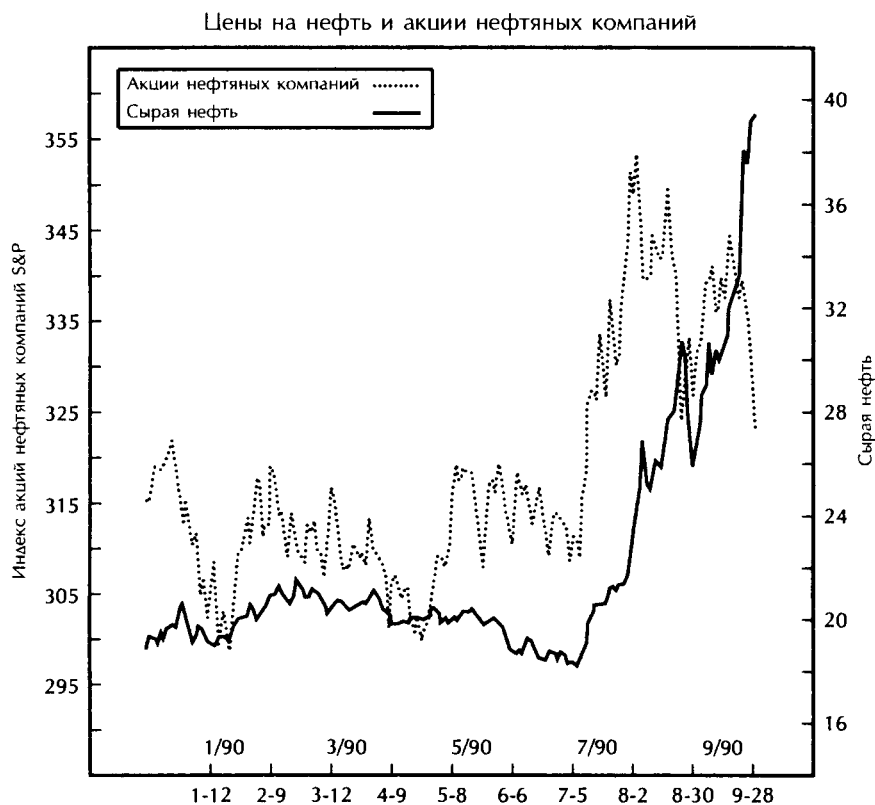
Сравнение промышленного индекса Доу-Джонса и цен на сырую нефть летом 1990 года. Резкое повышение цен на нефть летом 1990, приведшее к усилению инфляции, оказало медвежье давление на все мировые рынки акций. На примере нефти, ставшей в 1990 году наиболее важным товаром, мир еще раз убедился, насколько чутко рынки облигаций и акций реагируют на события в товарном секторе.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК А.12

Зависимость между ценами на сырую нефть и акции нефтяных компаний в 1990 году. В первой половине 1990 года цены нефтяных акций колебались в горизонтальном коридоре, а цены на нефть медленно снижались. Как только рынок нефти повернул вверх в начале июля, началось взрывное повышение нефтяных акций к новым ценовым максимумам. Однако к концу третьего квартала 1990 года падающие цены нефтяных акций образовали «отрицательное расхождение» с ценами на нефть, которые приблизились к своему рекордному максимуму в 40 долл.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

Глоссарий

Анализ коэффициентов (Ratio Analysis) – использование коэффициентов для сравнения относительной силы двух величин. Если разделить цену отдельной акции или значение индекса акций отраслевой группы на значение индекса S&P 500, то можно определить, является ли эта акция или отраслевая группа слабее или сильнее рынка акций в целом. Анализ коэффициентов можно применять для сравнения любых двух активов. Рост коэффициента означает, что актив, представленный числителем, сильнее актива, представленного знаменателем. Анализ коэффициентов можно также использовать для сравнения различных рыночных секторов, например, рынков облигаций и акций или товарных рынков и рынка облигаций. К графику коэффициента можно применять инструменты технического анализа, что позволяет определять важные точки разворота.

Блюдце (Saucer) – модель разворота, отражающая очень медленное, постепенное изменение направления ценовой тенденции.

Бычий консенсус (Bullish Consensus) – показатель, рассчитываемый еженедельно на основании опроса авторов аналитических бюллетеней. Публикуется Nadady Publications, Пасадена, Калифорния. Если 80% авторов бюллетеней настроены на бычий рынок, то рынок признается перекупленным и склонным к понижению. Если число таких авторов ниже 30%, то это указывает на перепроданность рынка и считается бычим признаком.

Взвешенное среднее (Weighted Average) – скользящее среднее, при расчете которого используется ограниченный временной интервал, а более свежим ценовым данным присваивается больший вес.

Волновой анализ Эллиота (Elliott Wave Analysis) – один из подходов к анализу рынка, основанный на гипотезе о повторяемости волновых моделей и числовой последовательности Фибоначчи. Идеальная волновая модель Эллиота состоит из пятиволнового роста, за которым следует трехволновое падение. Каждый следующий член последовательности Фибоначчи образуется путем сложения двух предыдущих (1, 2, 3, 5, 8, 13, 21, 34, 55, 89, 144...). Отношение любого члена последовательности Фибоначчи к последующему равно 0,62, что представляет собой распространенное значение длины коррекции Фибоначчи. Дополнение этого числа до единицы, то есть 0,38, также используется как уровень коррекции Фибоначчи. Отношение любого члена последовательности Фибоначчи к предыдущему – 1,62 – применяется для расчета ценовых ориентиров Фибоначчи. Волновой анализ Эллиота включает в себя три элемента: модель (идентификация волны), коэффициенты (проекции и коэффициенты Фибоначчи) и время. Временные ориентиры Фибоначчи находят, отложив от важного ценового пика или впадины временной отрезок (в днях, неделях, месяцах или годах), величина которого равна одному из членов последовательности Фибоначчи.

Восходящая линия тренда (Up Trendline) – прямая, проведенная слева направо через последовательно повышающиеся ценовые впадины при восходящей тенденции. Чем дольше действует линия тренда и чем

больше число проверок она выдержала, тем выше ее значимость. Прорыв линии тренда обычно сигнализирует о возможном изменении тенденции.

Восходящий треугольник (Ascending Triangle) – модель консолидации, образованная двумя сходящимися линиями тренда; верхняя линия расположена горизонтально, а нижняя направлена вверх. Обычно это бычья модель.

Вымпел (Pennant) – эта модель продолжения тенденции напоминает *флаг*. Отличие состоит в том, что вымпел расположен более горизонтально и похож на небольшой *симметричный треугольник*. Как и флаг, вымпел формируется за одну-три недели, после чего обычно возобновляется предшествующая тенденция.

Голова и плечи (Head and Shoulders) – наиболее известная ценовая модель разворота. Образуется на вершинах рынка и состоит из трех отчетливых пиков, причем средний пик («голова») расположен несколько выше двух других («плечи»). Модель считается завершенной, когда цены преодолевают «линию шеи», проходящую через две промежуточные впадины. Аналогичная модель, образующаяся в основании рынка, является зеркальным отображением данной модели и называется *перевернутой моделью «голова и плечи»* (inverse head and shoulders).

Двойная вершина (Double Top) – эта ценовая модель состоит из двух отчетливых пиков. Сигналом завершения модели, то есть разворота тенденции, служит прорыв ниже уровня промежуточной впадины. Зеркальным отображением двойной вершины является *двойное основание*.

День ключевого разворота (Key Reversal Day) – при восходящей тенденции эта однодневная модель образуется, когда цены при открытии достигают новых максимумов, а закрываются ниже цены закрытия предшествующего дня. При нисходящей тенденции цены открываются ниже, а закрываются выше. Чем шире диапазон цен в *день ключевого разворота* и чем больше объем торгов, тем выше вероятность разворота тенденции.

Индекс Армса (Arms Index) – индикатор, основанный на принципе противоположного мнения (другое название – Trin). Представляет собой отношение среднего объема торгов по упавшим в цене акциям к среднему объему по выросшим в цене акциям. Значения индекса ниже 1,0 говорят о том, что растущим акциям соответствует больший объем. Значения индекса выше 1,0 соответствуют большему объему по падающим акциям. Однако крайне высокие значения индекса указывают на перепроданность рынка, а крайне низкие – на его перекупленность.

Индекс относительной силы (Relative-Strength Index, RSI) – популярный осциллятор, разработанный Уэллсом Уайлдером мл. (Welles Wilder, Jr.) и описанный им в 1978 году в книге «Новые концепции технических торговых систем». На графике RSI занимает область значений от 0 до 100. Если значения индекса превышают 75, то рынок считается перекупленным, если опускаются ниже 25 – перепроданным. Если кривая индекса находится выше 75 или ниже 25 и образует расхождение с ценой, это является сигналом о возможном развороте тенденции. Для постро-

ения индекса относительной силы (RSI) принято использовать периоды в 9 или 14 дней.

Индикаторы настроений (Sentiment Indicators) – психологические индикаторы, посредством которых измеряют степень бычьих или медвежьих настроений на рынке акций или на иных рынках. Они интерпретируются по принципу противоположного мнения и применяются в основном так же, как осцилляторы перекупленности/перепроданности. Наиболее важные сигналы возникают, когда значения этих индикаторов достигают верхних или нижних экстремумов.

Коррекция (Retracement) – прежде чем возобновить движение в направлении первоначальной тенденции, цены обычно совершают откат в противоположном направлении на некоторую величину. Наиболее известна 50%-ная коррекция. Минимальный и максимальный уровни коррекции обычно составляют 1/3 и 2/3, соответственно. В теории волн Эллиота используются уровни коррекции Фибоначчи в 38% и 62%.

Коэффициент пут/колл (Put/Call Ratio) – отношение объема торгов опционами пут к объему по опционам колл. Интерпретация этого индикатора основана на принципе противоположного мнения. Если число покупок опционов пут значительно превышает число покупок опционов колл (высокое значение коэффициента пут/колл), то рынок перепродан. Низкие значения коэффициента пут/колл соответствуют перекупленному рынку.

Линейные графики (Line Charts) – ценовые графики, соединяющие *цены закрытия*. Этот тип представления динамики цен лучше всего подходит для наложения или сравнения графиков в межрыночном анализе.

Линии тренда (Trendlines) – проведенные на ценовом графике прямые линии, проходящие через впадины при восходящей тенденции и через пики – при нисходящей. Эти линии определяют крутизну текущей тенденции. Прорыв линии тренда обычно является сигналом об изменении тенденции.

Линия канала (Channel Line) – линия, проводимая параллельно основной линии тренда. При восходящей тенденции такие линии проводят слева направо через последовательно повышающиеся ценовые пики. В случае нисходящей тенденции их проводят слева направо через последовательно понижающиеся ценовые впадины. Часто восходящие линии канала оказывают ценам сопротивление, а нисходящие – поддержку.

Линия роста/падения (Advance/Decline Line) – один из наиболее распространенных индикаторов, применяемый для определения *ширины* роста или падения рынка акций. Ежедневно (или раз в неделю) производится сравнение числа выросших и упавших в цене бумаг. Если число подорожавших бумаг превосходит число подешевевших, то абсолютное значение их разности прибавляется к предыдущему накопленному значению индикатора. Если число подешевевших бумаг превосходит число подорожавших, то абсолютное значение их разности вычитается из предыдущего накопленного значения индикатора. Линия роста/падения обычно сравнивается с каким-либо распространенным индексом рынка акций, например, с промышленным индексом Доу-Джонса. Как правило, их тенденции должны иметь одно направление. Расхождение между линией роста/падения и индексом служит ранним признаком возможного разворота тенденции рынка.

Межрыночный анализ (Intermarket Analysis) – область технического анализа, в основе которой лежит изучение динамики цен в смежных секторах. Четыре основных рыночных сектора – это рынки валют, товаров, облигаций и акций. Предметом межрыночного анализа являются также международные рынки. Данный подход основан на предположении о том, что все рынки взаимосвязаны и влияют друг на друга.

Модели продолжения тенденции (Continuation Patterns) – ценовые модели, предполагающие паузу или консолидацию в господствующей тенденции, после которой тенденция возобновляется. Наиболее распространенными моделями продолжения тенденции являются *треугольники*, *флаги* и *вымпелы*.

Модели разворота (Reversal Patterns) – ценовые модели на графике, обычно указывающие на разворот тенденции. Наиболее известными моделями разворота являются *«голова и плечи»*, *двойные* и *тройные вершины* и *основания*.

Нисходящая линия тренда (Down Trendline) – прямая, проведенная слева направо через последовательно понижающиеся ценовые пики при нисходящей тенденции. Прорыв нисходящей линии тренда обычно сигнализирует об изменении направления тенденции.

Нисходящий треугольник (Descending Triangle) – модель консолидации, образованная двумя сходящимися линиями тренда; верхняя линия направлена вниз, а нижняя расположена горизонтально. Обычно это медвежья модель.

Объем (Volume) – уровень активности торгов по акциям, опционам или фьючерсным контрактам. Увеличение объема в направлении текущей ценовой тенденции служит подтверждением этой тенденции.

Островной разворот (Island Reversal) – формирующаяся за несколько дней комбинация *разрыва источника* в одном направлении и *разрыва прорыва* в противоположном направлении. Например, на завершающем этапе восходящей тенденции цены образуют разрыв вверх, а через несколько дней – разрыв вниз. В результате образуется группа обычно из двух-трех торговых дней, отделенная с двух сторон разрывами от других дней. *Островной разворот* обычно является сигналом разворота тенденции.

Осцилляторы (Oscillators) – технические индикаторы, предназначенные для определения состояний перекупленности или перепроданности рынка. Графики осцилляторов размещают под ценовым графиком. При достижении осциллятором верхнего экстремума рынок считается перекупленным, а при достижении нижнего экстремума – перепроданным. Примерами осцилляторов являются индикаторы *темпа* и *скорости изменения*.

Открытый интерес (Open Interest) – число не ликвидированных к концу торгового дня опционных или фьючерсных контрактов. Рост или падение открытого интереса показывает, поступают денежные средства на фьючерсный или опционный рынок или выводятся с них. Открытый интерес является также мерой ликвидности рынка.

Перекупленность (Overbought) – термин, обычно употребляемый по отношению к *осциллятору*. При достижении осциллятором верхнего экстремума считается, что рынок поднялся слишком высоко и велика вероятность понижения.

Перепроданность (Oversold) – термин, обычно употребляемый по отношению к *осциллятору*. При

достижении осциллятором нижнего экстремума считается, что рынок упал слишком низко и велика вероятность повышения.

Поддержка (Support) – цена (или ценовая область) *ниже* текущей рыночной цены, вблизи которой покупательная способность достаточно велика, чтобы остановить падение цен. Поддержка обычно образуется на уровне предыдущей впадины.

Подтверждение (Confirmation) – согласованность показаний нескольких технических индикаторов. Например, если и цена, и объем растут, значит объем *подтверждает* движение цены. Противоположностью подтверждения является *расхождение*.

Простое среднее (Simple Average) – скользящее среднее, при расчете которого цене каждого дня присваивается *одинаковый вес*.

Процент бычьих настроений инвестиционных консультантов (% Investment Advisors Bullish) – этот показатель бычьих настроений на рынке акций еженедельно публикуется журналом Investor's Intelligence. Рынок считается перепроданным, если лишь 35% профессионалов ожидают его повышения. Если их число достигает 55%, то рынок считается перекупленным.

Разрыв истощения (Exhaustion Gap) – ценовой разрыв, возникающий в конце важной тенденции и сигнализирующий об ее окончании.

Разрыв отрыва (Runaway Gap) – ценовой разрыв, обычно возникающий приблизительно в середине важной рыночной тенденции. По этой причине его также называют *измерительным* разрывом (measuring gap).

Разрыв прорыва (Breakaway Gap) – ценовой разрыв, образующийся при завершении важной ценовой модели. Обычно *разрыв прорыва* сигнализирует о начале важного движения цены.

Разрывы (Gaps) – области цен на столбиковом графике, по которым не заключались сделки. *Разрыв вверх* (up gap) образуется, когда минимальная цена торгового дня оказывается выше максимальной цены предыдущего дня. *Разрыв вниз* (down gap) образуется, если максимальная цена какого-либо торгового дня расположена ниже минимальной цены предыдущего дня. Разрыв вверх обычно является признаком силы рынка, а разрыв вниз говорит о его слабости. Различают три типа разрывов: *разрыв прорыва*, *разрыв отрыва* (или *измерительный*) и *разрыв истощения*.

Расхождение (Divergence) – ситуация, при которой два индикатора не подтверждают показания друг друга. Например, цены продолжают повышаться, а кривая *осциллятора* начинает понижаться. Обычно *расхождение* предупреждает о развороте ценовой тенденции.

Симметричный треугольник (Symmetrical Triangle) – модель консолидации, образованная двумя сходящимися линиями тренда, верхняя из которых направлена вниз, а нижняя – вверх. Эта модель отражает равновесие спроса и предложения, хотя после нее обычно возобновляется предшествующая тенденция. Прорыв одной из этих линий тренда указывает последующее направление движения цен.

Скользящее среднее (Moving Average) – следующий за тенденцией индикатор, который наиболее эффективен в условиях направленного движения цен. Скользящее среднее сглаживает колебания цен, но за-

паздывает по времени. Например, при расчете простого 10-дневного скользящего среднего цены закрытия за последние 10 дней складываются, а сумма делится на 10. Эта процедура повторяется ежедневно. Для получения сигналов к покупке и продаже можно использовать произвольное число скользящих средних с различными периодами усреднения. В случае использования только одного скользящего среднего сигнал к покупке возникает, когда цена закрытия оказывается выше скользящего среднего. При использовании двух скользящих средних сигнал к покупке возникает, когда короткое скользящее среднее пересекает снизу вверх длинное скользящее среднее. Аналитики используют три типа скользящих средних: простое, взвешенное и экспоненциально сглаженное.

Скорость изменения (Rate of Change) – методика построения осциллятора перекупленности/перепроданности. Скорость изменения представляет собой отношение цен через выбранный промежуток времени. Для построения 10-дневного осциллятора скорости изменения последняя цена закрытия делится на цену закрытия 10 дней назад. Полученное значение наносится выше или ниже уровня 100.

Сопrotивление (Resistance) – понятие, обратное *поддержке*. Возникает на уровне предшествующего ценового пика и представляет собой достаточно прочный барьер, способный остановить рост цен.

Столбиковый график (Bar Chart) – наиболее распространенный в техническом анализе тип ценового графика. На дневных графиках каждый столбик отражает динамику цен в течение одного дня. Он соединяет максимальную (high) и минимальную (low) цены дня и показывает дневной диапазон изменения цен. Черта слева от столбика обозначает цену открытия дня (open), а черта справа – цену закрытия (close). Столбиковый график можно построить на основе любого временного интервала: месячного, недельного, часового, минутного и т.д.

Стохастический осциллятор (Stochastics) – осциллятор перекупленности/перепроданности, основанный на том принципе, что при росте цен цена закрытия стремится к верхней границе ценового диапазона. При нисходящей тенденции цены обычно закрываются у нижней границы диапазона. Наиболее распространенные периоды расчета осциллятора – 9 и 14 дней. Стохастический осциллятор состоит из двух линий: линии %K и ее 3-дневного скользящего среднего – линии %D. Эти две линии колеблются в вертикальном диапазоне от 0 до 100. Значения выше 80 соответствуют перекупленному рынку, а ниже 20 – перепроданному. Сигнал к покупке возникает тогда, когда обе линии находятся ниже уровня 20 и быстрая линия %K пересекает снизу вверх медленную линию %D. Сигнал к продаже образуется, когда обе линии находятся выше уровня 80 и быстрая линия %K пересекает сверху вниз медленную линию %D. Существует два варианта стохастического осциллятора: *быстрый* и *медленный*. Большинство трейдеров пользуется медленным вариантом, потому что он имеет более сглаженный вид, и его сигналы более надежны. Быстрый стохастический осциллятор рассчитывается по следующим формулам:

$$\text{быстрая линия \%K} = \frac{C_n - C_{\min}}{C_{\max} - C_{\min}}, \text{ где}$$

C_n – последняя цена;

$C_{\min}$ – самая низкая цена за n периодов;

$C_{\max}$ – самая высокая цена за n периодов.

быстрая линия $%D = 3$ -дневное скользящее среднее быстрой линии $%K$.

Под n обычно подразумевают число дней, но это могут быть и месяцы, и недели, и часы.

Медленный стохастический осциллятор рассчитывается так:

медленная линия $%K =$ быстрая линия $%D$,

медленная линия $%D = 3$ -дневное скользящее среднее быстрой линии $%K$.

Темп (Momentum) – методика построения осциллятора перекупленности/перепроданности. *Индикатор темпа* определяет разность цен на выбранном временном интервале. Для построения 10-дневного графика темпа из последнего значения цены вычитают цену закрытия 10 дней назад. Полученная положительная или отрицательная величина наносится выше или ниже нулевой линии.

Тенденция (Trend) – направление движения цен. Возрастающие пики и впадины образуют *восходящую* тенденцию, а убывающие пики и впадины – *нисходящую*. *Торговый коридор* характеризуется горизонтальными пиками и впадинами. Тенденции обычно подразделяются на основные (дольше шести месяцев), промежуточные (от одного до шести месяцев) и малые (короче одного месяца).

Теория Доу (Dow Theory) – одна из старейших и наиболее признанных теорий технического анализа. Согласно теории Доу, сигнал к покупке возникает тогда, когда промышленный и транспортный индексы Доу-Джонса закрываются выше предшествующего пика. Сигнал к продаже образуется, когда оба индекса закрываются ниже предшествующей впадины.

Технический анализ (Technical Analysis) – изучение динамики рынка, обычно с помощью ценовых графиков, также учитывающее изменения объема и открытого интереса.

Треугольники (Triangles) – модели консолидации, образующиеся в результате колебаний цен между двумя сходящимися линиями тренда. Выделяют три типа треугольников: *симметричный, восходящий и нисходящий*.

Тройная вершина (Triple Top) – ценовая модель с тремя ярко выраженными пиками, напоминающая модель «*голова и плечи*» за тем исключением, что все три ее пика расположены примерно на одном уровне. Модель «*тройное основание*» является зеркальным отображением модели «*тройная вершина*».

Флаг (Flag) – ценовая модель продолжения тенденции, обычно формирующаяся менее трех недель. По форме напоминает параллелограмм, наклоненный против направления господствующей тенденции. *Флаг* представляет собой небольшую паузу в развитии динамичной ценовой тенденции.

Фундаментальный анализ (Fundamental Analysis) – в отличие от технического анализа, изучающего динамику рынка, фундаментальный анализ основан на экономической информации о соотношении спроса и предложения.

Ценовые модели (Price Patterns) – конфигурации, образующиеся на ценовом графике и имеющие предсказательный характер. Они делятся на модели разворота и модели продолжения тенденции.

Экспоненциально сглаженное среднее (Exponentially Smoothed Average) – скользящее среднее, при расчете которого используются все ценовые данные, но больший вес присваивается более свежим данным.